

---

# PHOEBUS

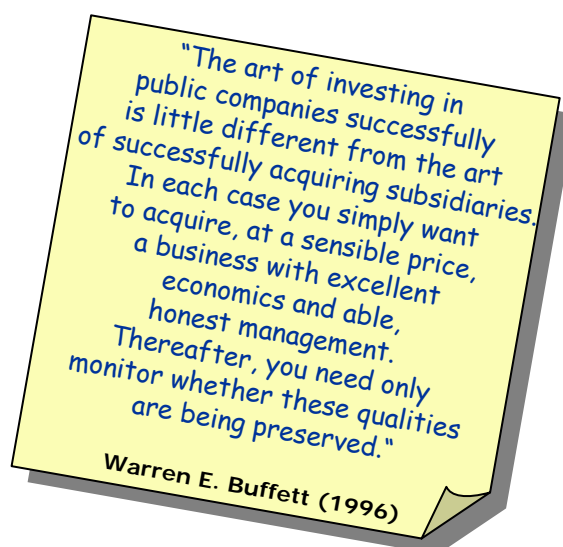
ANDELSÄGARENS ÅRSBOK 2004



*Enkelt är effektivt.*

# INNEHÅLL

FRÅN PORTFÖLJFÖRVALTAREN	3
VÅRA PLACERINGAR	4
PLACERINGSFILOSOFI	5
PLACERING OCH SPEKULATION	7
FONDENS VÄRDEUTVECKLING	9
VÅRA BOLAGS UTVECKLING	11
VÅRA FÖRVALTARE	13
LÄSINSTRUKTION FÖR TABELLERN	15
VÅRA FINNSKA BOLAG	17
Tulikivi	19
Exel	21
TietoEnator	23
Lassila & Tikanoja	25
Stockmann	27
Suominen	29
Chips	31
Nokian Tyres	33
Vacon	35
Tamfelt	37
Fiskars	39
VÅRA UTLÄNDSKA BOLAG	41
Handelsbanken	43
Air Liquide	45
Scania	47
State Street	49
Automatic Data Processing	51
Securitas	53
Tomra	55
Vestas	57
Wal-Mart de Mexico	59
Merck & Co	61
Mondavi	63
ANDELSÄGARENS MANUAL	64



# FRÅN PORTFÖLJFÖRVALTAREN

Bästa nuvarande eller blivande andelsägare,

Ni håller i den första versionen av Phoebus-fondens Årsbok. I fortsättningen är min avsikt att uppdatera den en gång per år (på våren) – åtminstone på finska, och på svenska ifall det finns tillräcklig efterfrågan.

## VARFÖR EN ÅRSBOK?

Phoebus är en vanlig aktiefond men sådana här publikationer är inte vanliga för aktiefonder. Låt mig därför inleda med att förklara varför jag anser den vara motiverad (någon kunde ju tycka att min tid vore bättre använd för t.ex. portföljförvaltning).

För det första vill jag att vi har samma information. Som portföljförvaltare vet jag naturligtvis i vilka bolag vi har placerat och varför. Jag vill att ni också vet det. Ni har rätt till det. Det är ju era pengar. Jag försöker berätta åt er allt det som jag själv skulle vilja veta om våra roller var omvända (om ni vore portföljförvaltare).

För det andra placerar Phoebus i bolag. Vi spekulerar inte i aktier. Sådana "marknadskommentarer" eller "strategi-rapporter" som är typiska för aktiefonder tycker jag är helt värdelösa. Det relevanta är hur våra bolags affärsverksamhet utvecklas. Att förklara det är jobbigt och kräver mer utrymme än vi har i våra delårsrapporter. Men det är inget gott skäl att låta bli.

## FOKUSERA PÅ VÅRA BOLAG

Aktieplaceringar lyckas med någon sannolikhet endast om placeraren har en tillräckligt lång horisont. Min egen placeringsstil har under årens lopp blivit mycket långsiktig, och jag rekommenderar varmt detsamma för er. Det är inte alltid lätt att låta bli att bry sig om kurssvängningar, men det är lite lättare om man fokuserar sig på bolagen istället för på aktierna.

Jag har därför samlat möjligast mycket information om bolagen i Årsboken. För att citera Charlie Munger (som visserligen talade om en annan bok):

"Not everyone will like it. It is pretty hard to understand everything, but if you can't understand it, you can always give it to a more intelligent friend."

Eller, om ni inte har lust att studera bolagens siffror – som jag hoppas det finns tillräckligt av – kan ni helt enkelt tänka på Phoebus enligt följande:

Vi spekulerar inte i papper utan vi köper företag. Vi äger en andel av alla bolag vi har placerat i. Om man studerar Phoebus som en "koncern" (enligt våra ägarandelar) ser fonden per den 30.4.2004 ut så här:

- vi sysselsätter 78 personer (varav 57 i våra finska bolag)
- vi producerade förra året bl.a. 282 täljstensugnar, 3200 bildäck, 237 ton nonwoven-tyger och 21.300 flaskor vin
- vi beräknade och betalade 370 personers löner och förvarade värdepapper för 200 miljoner dollar
- med automater som vi har sålt samlades 10,9 miljoner burkar och flaskor in
- de vindkraftverk som vi har installerat svarade för 730 hushålls hela elektricitetskonsumtion

## JAG BEHÖVER ER HJÄLP

Jag hoppas att den här Årsboken möjligast väl förklarar hur Phoebus placerar och varför. I slutet av boken finns en kopia av "Andelsägarens manual" – läs åtminstone den om den inte är bekant sedan tidigare.

Liksom alla nya publikationer är inte heller den här ännu färdig. Den blir säkert inte någonsin helt perfekt, men jag hoppas den blir lite bättre varje år. Er roll är avgörande. Berätta vad ni tycker.

Trevlig läsning,




Anders Oldenburg  
portföljförvaltare  
[anders.oldenburg@seligson.fi](mailto:anders.oldenburg@seligson.fi)

# VÅRA PLACERINGAR

## VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.4.2004

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>	<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>Andel av fonden</b>
Tulikivi	197500		7.39	1 459 525	11.9%
Exel	86000		14.38	1 236 680	10.1%
Tietoenator	43000		25.02	1 075 860	8.8%
Lassila & Tikanoja	32900		27.85	916 265	7.5%
Stockmann A&B	47000		18.16	853 380	7.0%
Suominen	125000		5.65	706 250	5.8%
Chips B	21500		18.29	393 235	3.2%
Nokian Renkaat	5700		68.25	389 025	3.2%
Vacon	35500		10.90	386 950	3.2%
Tamfelt pref	30000		12.80	384 000	3.1%
Fiskars A	36000		10.20	367 200	3.0%
<b>Inhemska aktier</b>				<b>8 168 370</b>	<b>66.7%</b>
Handelsbanken B	29000	146.00	15.96	462 935	3.8%
Air Liquide	2700	146.20	146.20	394 740	3.2%
Scania B	15000	237.00	25.91	388 695	3.2%
State Street	7000	48.89	40.89	286 241	2.3%
Automatic Data Processing	7500	43.85	36.68	275 071	2.2%
Securitas	22000	110.50	12.08	265 799	2.2%
Tomra	75000	27.20	3.31	248 175	2.0%
Vestas	20000	92.00	12.36	247 270	2.0%
Walmart de Mexico	71463	33.29	2.44	174 307	1.4%
Merck & Co	3000	46.98	39.29	117 882	1.0%
Robert Mondavi	3000	36.00	30.11	90 331	0.7%
<b>Utländska aktier</b>				<b>2 951 447</b>	<b>24.1%</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>11 119 817</b>	<b>90.7%</b>
<b>Kontanter</b>				<b>1 134 524</b>	<b>9.3%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>12 254 340</b>	<b>100.0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				720 099.25	
Värde per A-andel				17.018	

# PLACERINGSKRITERIER

Phoebus gör långsiktiga placeringar i aktier i kvalitetsbolag. Grundtanken är att en aktie är en del av ett företag. Därför bör man givetvis använda samma kriterier vid aktieköp som vid köp av ett helt företag.

De viktigaste kriterierna vid val av företag är:

## BESTÅENDE KONKURRENSFÖRDELAR

Ett bolag kan vara en god investering på lång sikt endast om avkastningen på det i verksamheten bundna kapitalet är högre än genomsnitt. Detta förutsätter att bolaget är klart bättre än sina konkurrenter tack vare varumärken, distributionskanaler, produktutveckling eller övriga grundläggande styrkor. De bästa företagen skapar sig så starka konkurrensfördelar att de börjar likna monopol.

## TILLVÄXTPOTENTIAL

På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. Tillväxt medför dock risker. Phoebus söker inte bolag som växer med raketfart, utan sådana som med begränsad risk kan expandera sin verksamhet något snabbare än ekonomin växer. Och som kan göra det även i framtiden.

## BALANSRÄKNINGENS STRUKTUR

Tillväxt förutsätter alltid investeringar. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Balansräkningen återspeglar också investeringens risk. Bolag med hög operativ risk (t.ex. teknologibolag) bör ha en mycket stark balansräkning, medan bolag som utvecklas med jämnare takt (t.ex. bryggerier) kan ha lite skuld. Jag uppfattar inte starka balanser som ett problem, eftersom jag jämför aktieplaceringar med företagsköp. Däremot undviker jag skuldsatta bolag.

## LEDNINGENS KUNNANDE

Om placeraren inte själv sköter bolaget han äger är företagsledningen på sätt och vis hans kapitalförvaltare. En duktig ledning kan göra en medioker verksamhetsidé lönsam, och en dålig ledning kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. Att utvärdera ledningen är det absolut viktigaste - och svåraste - av våra kriterier.

Jag försöker kartlägga ledningens kunskaper t.ex. på basen av följande faktorer:

- nivån och stabiliteten på kapitalets avkastning
- konsekvent utveckling av bolagets grundläggande styrkor
- integritet och öppen kommunikation
- undvikande av modenycker / självständighet
- utvecklingen av nästa generation ledare inom bolaget

I sista hand är det enda sättet att skapa sig en tillförlitlig bild av ledningens kunskaper att träffa dem personligen tillräckligt många gånger. Därför placerar Phoebus främst i Finland. Urvalet av finländska kvalitetsbolag är dock begränsat och Phoebus kan därför också placera utomlands.

## VÄRDERING

Att hitta bra bolag räcker inte - en aktie är inte en god placering om den kostar för mycket. Värdering är dock ett sekundärt urvalsmått - Phoebus placerar aldrig i ett dåligt skött bolag, oberoende av dess värdering.

Det finns tillräckligt många bra bolag i världen.

Aktiens värde är nuvärdet av alla framtida dividender. Värdering är precis så här enkelt. I praktiken är värdering dock svårare, så jag är hellre kritisk än alltför optimistisk då jag bedömer bolags utsikter. På detta sätt får vi en viss säkerhetsmarginal i placeringarna.



"Always watch the company  
and not the stock.  
Stocks can move up and down  
for all kinds of reasons  
that have nothing to do with  
the value of the business itself."  
Pat Dorsey (2004)

*Man kan ungefär skönja hur företag utvecklas, men ingen kan prognosticera aktiekurser. Åtminstone inte den gröna "kursgrafnen" ovan – den har jag genererat med random-funktionen i Microsoft Excel (trend +10%, volatilitet 20%).*

*Den är alltså helt slumpmässig. Men visst ser den bekant ut?*

# PLACERING OCH SPEKULATION

Då en reporter under hockey-VM frågade den svenska coachen Curt Lundmark vad han tycker om Peter Forsbergs spel svarade han: "Ooaa – jag tror att han gör det lite onödigt svårt för sig". Detsamma gäller förvånansvärt många aktieplacereare.

Jag försöker göra saker enkla. En aktie är en del av ett bolag. Därför gäller precis samma kriterier för köp av en aktie som för köp av ett helt bolag.

## VI PLACERAR

Phoebus placeringsfilosofi utgår ifrån att, i en fungerande marknadsekonomi, endast de mest konkurrenskraftiga företagen blir rikare på lång sikt. De andra dör. Därför strävar jag efter att placera endast i sådana bolag, vars verksamhet jag begriper och som enligt min åsikt har klara och bestående konkurrensfördelar.

Eftersom vi placerar på lång sikt är det kanske ännu viktigare att bolaget har en bra ledning. Världen förändras och bolagen måste reagera på förändringarna. Men vi kan inte idag veta hur världen kommer att förändras. Därför är det essentiellt att våra företag leds av personer vars omdöme jag litar fullständigt på.

Det är också självklart att ledningen bör se alla placereare som ägare och eftersträva öppen och ärlig kommunikation med alla ägare, oberoende av bolagets framtidsutsikter. I ett bolag som bara har en ägare är detta självklart (ledningen får annars sparken) men i börsbolag är det tyvärr sällsynt. Det finns dock helt tillräckligt med bra företagsledare för våra behov, så vi behöver inte befatta oss med de dåliga (förutom att detta är vettigt gör det också mitt arbete mycket roligare).

## VI SPEKULERAR INTE

Många tycker att det är svårt att placera i aktier för att de tror att de ska placera bara då "marknaden är på väg uppåt". Det är inte placerande, det är spekulering.

Missförståndet är helt begripligt för börsen har alltid svängt kraftigt och den kommer alltid att göra det. De stora svängningarna syns i tidningsrubriker och döljer det faktum att på lång sikt utvecklas aktiekurserna ungefär i linje med bolagens affärsverksamhet.

Att prognosticera svängningar säljer tidningar (och livnär aktiemäklare) men det är inte vettigt. Ingen kan veta vart marknaden på kort sikt är på väg. Som den amerikanske ekonomisten John Kenneth Galbraith har sagt: "One of the greatest pieces of economic wisdom is to know what you do not know".

Det här kan låta paradoxalt – hur kan proffsen inte veta det som är deras yrke? – men det är en logisk självklarhet om man tänker tillräckligt på det.

Om man tillförlitligt kunde prognosticera marknadens utveckling skulle en duktig placereare klara sig bättre än marknaden. Men vem är då den som hela tiden förlorar? Och vad händer då han har förlorat alla sina pengar?

Och framförallt – var är den placereare som har vunnit? Om han vore någorlunda säker på sin förmåga kunde han ju låna oändliga mängder pengar och tjäna triljoner (åt sig själv). En portföljförvaltare som påstår att han kan prognosticera marknadsrörelser och dessutom berättar om dem åt sina kunder är alltså en sällsynt kombination av clairvoyant och filantrop – eller en lögnare.

## FÖRVÄNTAD AVKASTNING

Differensen mellan placering och spekulering kunde jämföras med rulett och poker. Båda spelen har slumpmässiga utfall men i rulett förlorar spelaren alltid, i poker vinner den bästa spelaren på lång sikt.

Också placerande är riskfyllt (slumpmässigt). På kort sikt kan även de bästa bolagens kurser falla kraftigt. Över långa perioder har börsen dock avkastat ungefär 10% per år (jag hoppas att Phoebus bra bolag kan avkasta lite mer, men det finns inga garantier för detta).

Det betyder att en placering 2,5-faldigas på 10 år. Är inte detta måntro helt tillräckligt?

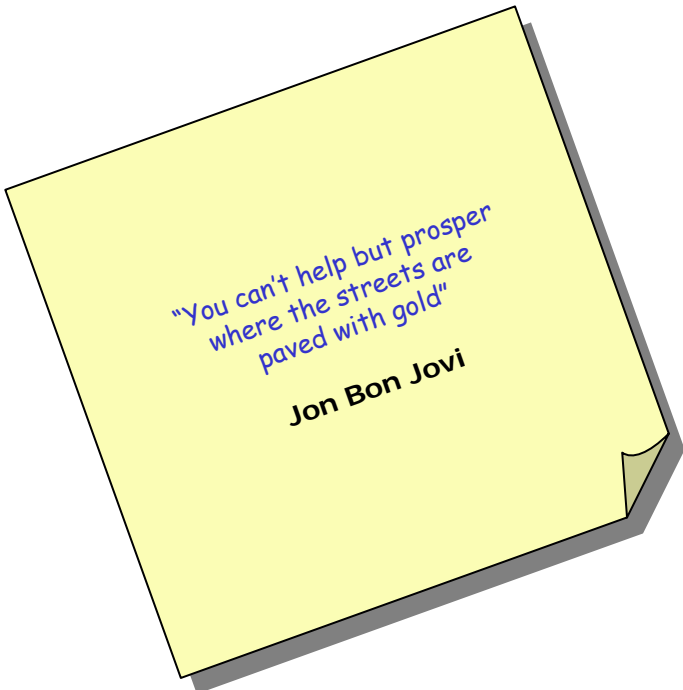
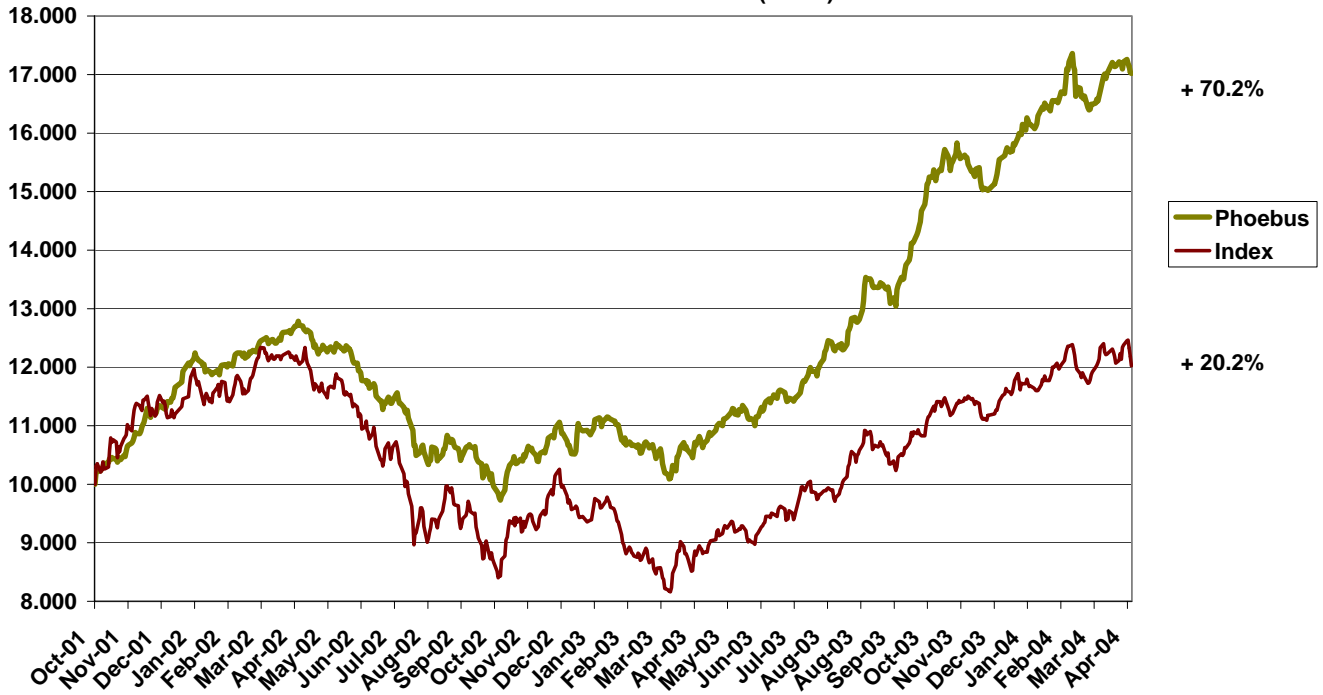
Få placereare har fått sådana här avkastningar. De flesta har naggat sin potentiella avkastning i kanten genom onödig spekulering, som förutom risken för att timingen blir helt fel alltid också ger upphov till handelsprovisioner och reavinstskatter som belastar portföljens avkastning.

Låt oss inte göra saker onödigt svåra.

andelens  
värde

### Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 30.4.2004 (i euro)





# FONDENS VÄRDEUTVECKLING

Phoebus har nu funnits i två och ett halvt år. Fondens värdeutveckling har överstigit mina vildaste drömmar.

Från starten till slutet av april 2004 hade Phoebus stigit 70% och dess jämförelseindex 20%. Under de senaste 12 månaderna var motsvarande siffror +53% och +29%.

Tro inte att detta fortsätter. Det är inte normalt.

Jag försöker visserligen på lång sikt överträffa marknadens avkastning men det finns ingen garanti för att jag skulle lyckas. Tvärtom, oddsen är emot oss, närmast på grund av fondens förvaltningsavgift.

## JÄMFÖRELSEINDEXET

Phoebus jämförelseindex är en kombination av  
75% HEX-portföljvinstindex  
25% MSCI World net return –index (i euro)

Båda indexen inkluderar (naturligtvis) dividender. Indexen rebalanseras årligen.

Jag har försökt konstruera ett jämförelseindex som möjligast exakt motsvarar fondens placeringar. Allt annat vore att lura mig själv och er. Jämförelseindexets största potentiella problem är att det endast inkluderar stora bolag men Phoebus kan placera också i mindre bolag – och gör det ofta.

## REALISTISK AVKASTNINGSFÖRVÄNTNING

Under de senaste 12 månaderna har *alla* Phoebus finska placeringar överträffat HEX-portföljvinstindex (utom Chips, som jag köpte först på hösten). Det här är en klar indikation på att fondens utveckling har varit exceptionellt god.

På lång sikt kan aktiekurserna givetvis inte stiga snabbare än bolagen växer. Förutom kursstegringen får ju investeraren förstås också dividender.

Ju bättre företagets kapital avkastar, desto mer dividender har det råd att dela ut (dividenden måste på lång sikt vara lika med kapitalets avkastning minus tillväxten).

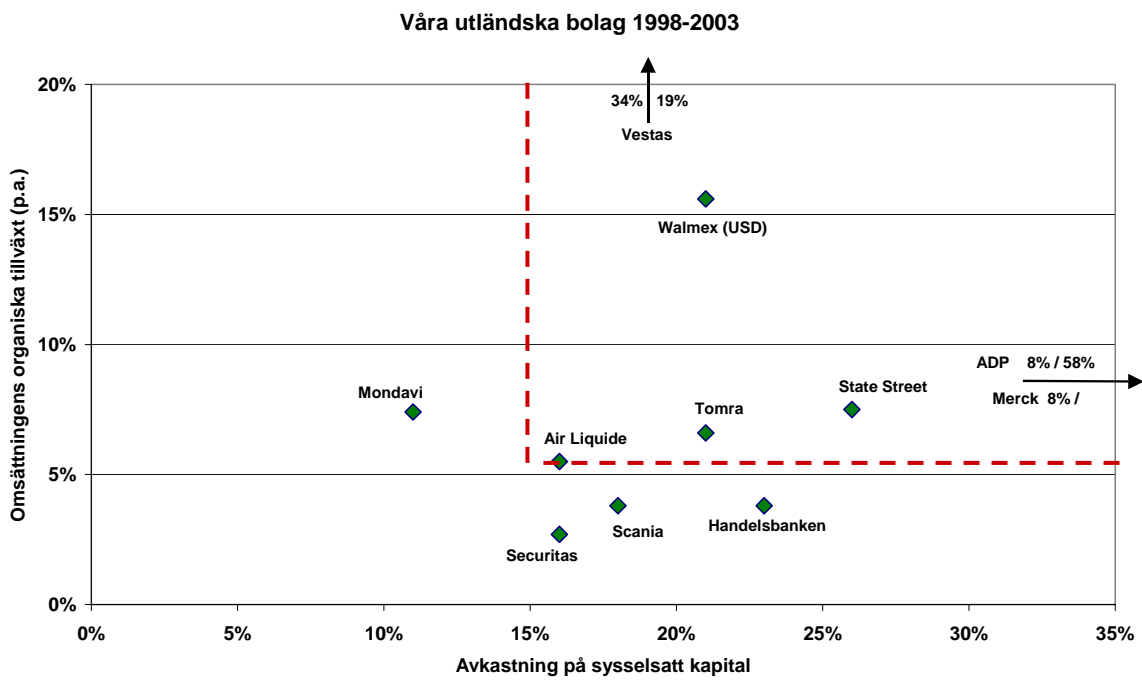
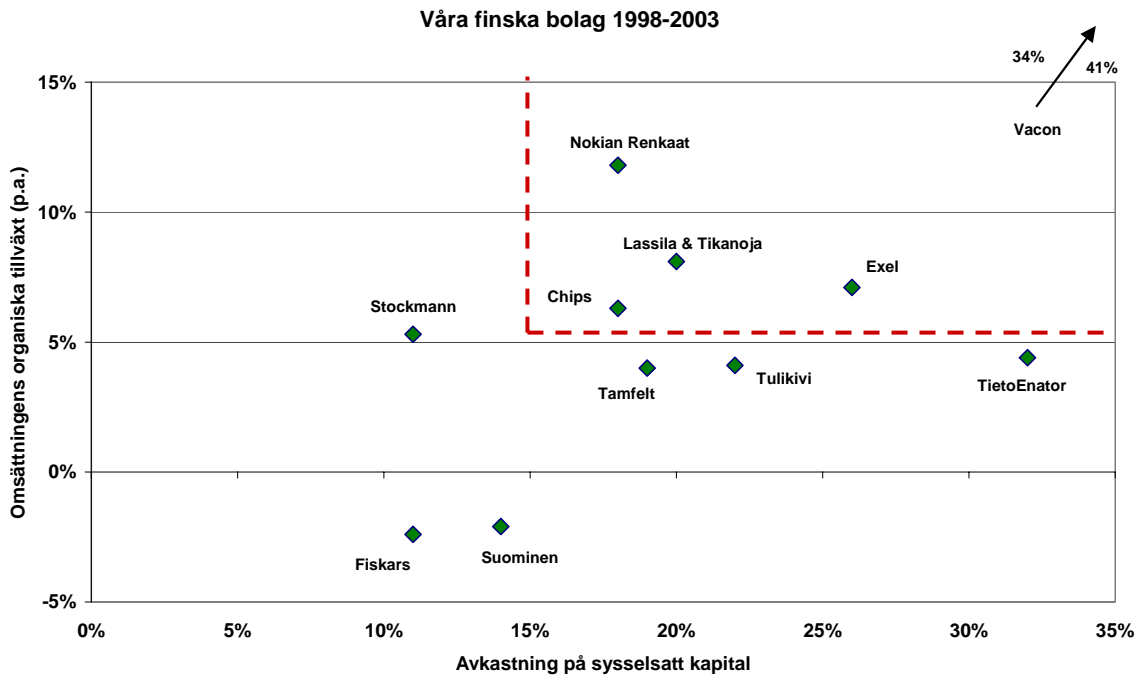
Våra bolags verkliga utveckling – mätt med affärsverksamheten istället för med aktiekursen – ser ni på nästa uppslag. Den illustrerar följande potential:

Då våra företags kapital typiskt avkastar 20-25% och deras organiska tillväxt är 5-10% kan de dela ut cirka 15% av kapitalet som dividender (utan förvärv). Värderingen är i de flesta fallen cirka tre gånger kapitalet, vilket leder till en teoretisk direktavkastning på cirka 5%. Då vi till detta lägger den organiska tillväxten är den förväntade avkastningen (optimistiskt räknat) 10% eller något högre.

Från detta är det ännu skäl att dra av fondens kostnader (0,75% per år + eventuellt avkastningsbaserat arvode).

## (DE NUVARANDE) PLACERINGARNAS UTVECKLING 30.4.2003 - 30.4.2004 (i euro, inklusive dividender)

Fonden		Finska aktier		Utländska aktier	
Phoebus	53%	Exel	137%	Vestas	75%
Jämförelseindex	29%	Tulikivi	127%	Mondavi	39%
HEX portföljvinstn.	32%	Nokian Tyres	93%	Scania B	36%
MSCI world net euro	22%	TietoEnator	73%	State Street	31%
		Lassila & Tikanoja	71%	ADP	22%
		Suominen	39%	Handelsbanken B	19%
		Tamfelt pref	36%	Securitas	16%
		Stockmann B	36%	Walmart de Mexico	10%
		Vacon	35%	Air Liquide	8%
		Fiskars	35%	Merck	-17%
		Chips B	27%	Tomra	-23%



# VÅRA BOLAGS UTVECKLING

Vi placerar långsiktigt och jag försöker låta bli att tänka på aktiekursernas dagliga svängningar. Det är inte alltid lätt men det underlättas betydligt av att man använder sin energi till att istället följa med de nuvarande och potentiella portföljbolagens affärsverksamhetens utveckling.

Avsikten med denna Årsbok är att ni skall få ta del av min bolagsuppföljning.

## LÖNSAMHET

Grundtanken i vår placeringsfilosofi är att hitta sådana bolag som på lång sikt kan vara fantastiska placeringar. Och hålla dem.

För att ett bolag på lång sikt skall kunna utvecklas väl måste dess kapital avkasta mer än konkurrenternas. Därför är lönsamhet kanske viktigast att granska.

Men i alla bolag (utom de oärliga) fluktuerar resultatet. Det är helt normalt att även ett lysande bolag har mellanår, på grund av konjunkturen, konkurrenternas åtgärder eller egna misstag. Minns ni Nokia år 1995?

Därför följer jag inte kvartalsresultat eller ens årsresultat särskilt noga. Jag försöker hellre skapa en bild av den genomsnittliga lönsamheten genom att följa 5-års medeltal.

Visserligen måste man följa med också kortvariga problem så man fattar vad ledningen gör för att korrigera dem. Om ledningen inte gör något alls skall man bli orolig.

Till vänster har jag illustrerat våra finska och utländska bolags avkastning på sysselsatt kapital 1998-2003. Jag följer alltid avkastningen på det sysselsatta kapitalet - inte det egna kapitalet - för att inte råka ut för de problem som annars uppstår med skuldsatta bolag.

Som siffrorna utvisar har inte enda bolags kapital\* avkastat under 10% (siffran är före skatt). En god nivå tycker jag är 15-20%, vilket 18/22 bolag har klarat. Stockmann är jag inte ett dugg orolig för. För de övriga tre är jag lite orolig.

\* Observera att kapitalets avkastning är beroende av bokföringspraxis i bolag som växer genom företagsköp.

## TILLVÄXT

Den andra absoluta förutsättningen för en lyckad långsiktig placering är tillväxt.

Ett bolag som inte växer kan vara en god placering endast så länge dess relativa värdering stiger. Detta kan fortsätta några år, speciellt i bolag som är billiga i ursprungsläget, men det kan inte fortsätta för evigt.

I ett bolag som växer behöver värderingen (i förhållande till verksamhetens volym) däremot inte stiga för att aktien skulle bli en god placering. För en sådan placerare som inte säljer sina innehav är därför tillväxtbolag det enda alternativet.

Bolag som växer för snabbt är dock ofta problematiska. Det är sällan som tyglarna hålls i handen om bolaget växer snabbare än 20% per år - det går helt enkelt inte att anställa duktiga människor i den takten. Och det går inte att skola dem i företagets kultur.

Tillväxt kommer i många former. Sämst gillar jag förvärv, för man måste alltid betala något väntevärde för objektets framtida utveckling åt säljaren. Och då förväntningarna ofta är för optimistiska förstör företagsköp ofta mera värde än de skapar.

Jag söker bolag vars organiska tillväxt är lite snabbare än tillväxten i ekonomin. Det betyder att 5-10% räcker mycket väl för mig.

Till vänster har jag illustrerat våra finska och utländska bolags organiska tillväxt 1998-2003 i lokala valutor (förutom Walmex i US-dollar eftersom Mexico ännu har en bananvaluta).

De enda bolag som har krympt är Fiskars och Suominen, som också har den sämsta lönsamheten. Dessa är det skäl att följa med speciellt noga.

Däremot är jag inte speciellt orolig för att sex andra bolag har vuxit bara 3-4% de senaste åren. Perioden har varit jobbig och bolagens fokus har varit på kostnadskontroll.

Jag är inte heller orolig för Vacons och Vestas snabba tillväxt. Båda bolagen har visat att de är mycket duktiga på att hantera hypertillväxt.



"Jag försöker alltid  
se till att jag inte börjar  
tro på det jag önskar"  
Jari Sarjo



# VÅRA FÖRVALTARE

En duktig företagsledning är alltid en absolut förutsättning för en god långsiktig placering.

Det är helt omöjligt för mig att veta hur bolagens verksamhetsmiljö ser ut år 2014 eller vilka nya produkter de då har lanserat. Jag är därför tvungen att lita på att våra företagsledare gör vettiga beslut och utvecklar våra bolag på bästa möjliga sätt.

Företagsledarna är alltså våra egentliga förvaltare.

Trots att jag utvärderar varje aktieplacering som om jag köpte hela bolaget finns det en mycket betydande skillnad mellan dessa alternativ – jag kan inte välja våra bolags ledning. Den måste alltså vara bra från första början.

## KÄNNETECKEN PÅ EN GOD LEDNING

Att utvärdera företagsledare är subjektivt. Ett generellt tecken på en god ledning är dock att ledningen byts sällan och att den nya ledningen växer upp inom bolaget. På detta sätt garanterar man bäst strategins kontinuitet och att företagskulturen bibehålls.

Vår idealledare är alltså ung – så att han kan utveckla bolaget länge – men erfaren (har verkat i bolaget länge). Detta låter som en sällsynt kombination och det är det. Av våra bolag närmar sig Tulikivi, Exel och Lassila & Tikanoja optimum med den här måttstocken.

Då jag blir tvungen att välja mellan ungdom och erfarenhet väljer jag alltid erfarenhet. Den enda förutsättningen är härvid att bolagets kultur är sådan att nästa generation ledare redan jobbar inom företaget och i sinom tid tar ansvar för bolaget. Vid denna utvärdering ger bolagets historia ofta vägledning om framtiden.

## VÅRA FINSKA FÖRETAGSLEDARE

Våra finska företagsledares medelålder är 51 år. De yngsta finns hos Tulikivi, Lassila & Tikanoja, Vacon, Suominen och Exel. Den enda som närmar sig pensionsåldern är Risto Hautamäki på Tamfelt.

Ledarna har varit anställda i medeltal 14 år. De som trivts längst är Hannu Penttilä på Stockmann (26 år), Sture Carlson på Chips (25), Jari Sarjo på Lassila & Tikanoja (20), Heikki Bergholm på Suominen (19) och Juha Sivonen på Tulikivi (17). De enda otestade förmågorna är Heikki Allonen på Fiskars (1 år) och Vesa Laisi på Vacon (2 år).

Förvånansvärt nog har över hälften av ledarna (6/11) kommit utifrån. TietoEnator och Exel var kanske inte då ännu lysande bolag. Nu är de det. Jag är säker på att nästa generation växer upp inom bolaget. Vad gäller Fiskars, Vacon och Tamfelt är jag inte lika säker. I Chips pågår sökprocessen (trots att Sture Carlson inte på länge kommer att pensionera sig) – vi får snart se om det finns talanger inom bolaget. Jag tror det finns.

## VÅRA UTLÄNDSKA FÖRETAGSLEDARE

Våra utländska företagsledare är lite äldre. Medelåldern (55 år) höjs av de amerikanska bolagen, vars yngsta chef är Greg Evans på Mondavi – alla andra är över 60 år. De yngsta utlänningarna finns i Europa: Svend Sigaard på Vestas (47), Benoît Potier på Air Liquide (47) och Erik Thorsen på Tomra (48).

Åldern syns i erfarenheten, herrarna har trivts i sina nuvarande bolag i medeltal i 23 år. De mest erfarna är Walmart de Mexicos Cesareo Fernandez (38 år), State Streets David Spina (35) och Scania Leif Östling (32). Den enda som inte har varit över 15 år hos sin nuvarande arbetsgivare är Ray Gilmartin på Merck. Han är också den enda av våra 11 ledare som kommit utifrån.

En Phoebus-ledares främsta egenskaper är realism och självständigt tänkande, lämpligt med ödmjukhet, hög ambitionsnivå och kanske främst av allt, team-tänkande. Jag kommer inte ens ihåg hur många gånger jag har fått svaren "jag gjorde ett misstag" eller "teamet har gjort ett bra jobb". Aldrig tvärtom.

Dessa herrar är förutom allt annat dessutom trevliga. Småle och tacka dem då ni träffas. De har förtjänat det.

EUR miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	21	25	24	26	33	36	39	47	59	52	54	8%	10%
EBITA	2	3	1	3	6	6	5	7	7	4	5		
Rörelsemarginal	8.7%	10.5%	4.3%	11.0%	17.2%	15.7%	13.6%	15.4%	11.7%	6.7%	8.8%	11%	12%

**Balansräkning**

NWC	1	2	2	1	1	1	2	3	5	6	5		
Fasta tillgångar	15	13	14	15	16	17	19	21	23	21	20		
Nettoskuld	3	4	6	3	0	0	0	0	1	1	1		
Eget kapital	12	11	10	13	16	19	20	24	27	26	24		
Sysselsatt kapital	15	15	17	15	17	19	21	24	28	27	26	7%	5%
Avk. syss. kap.	12%	18%	6%	19%	34%	31%	26%	30%	25%	13%	18%	22%	22%

**Kassaflöde**

Fritt kassaflöde	0	-2	6	2	2	2	2	4	2	2	5	15	22
Företagsköp		-1	0	-1	0	0	0	-2	-2	0	0	-4	-7
Dividender		0	-1	0	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-4	-12	-16
Emission /återköp		0	0	1	0	0	0	-1	1	0	0	1	2
Öriga poster		1	0	-2	1	0	0	0	0	0	-1	-1	0
Diff nettoskuld		-1	-2	4	2	0	0	0	-1	0	0	-1	2

**Värdering**

Antal aktier	6.8	7.9	7.9	8.2	8.9	8.9	8.9	8.8	8.9	9.1	9.1		
Aktiekurs	2.88	2.66	1.05	1.63	3.20	3.86	3.10	3.49	4.40	4.00	5.18	6%	6%
Marknadsvärde	19	21	8	13	28	34	27	31	39	36	47		
EPS	0.14	0.19	0.03	0.23	0.44	0.44	0.41	0.57	0.55	0.29	0.38	-3%	11%
Dividend	0.07	0.07	0.03	0.10	0.17	0.17	0.20	0.23	0.30	0.47	0.51		
P/E	20.8	14.1	40.2	7.0	7.2	8.7	7.6	6.1	8.1	14.0	13.5		
EV/EBITA	12.1	9.5	13.9	5.5	5.1	6.0	5.2	4.3	5.8	10.7	10.3		
Direktavkastning	2%	3%	3%	6%	5%	5%	7%	6%	7%	12%	10%		

# LÄSINSTRUKTION FÖR TABELLERNA

Som följande presenterar jag kort våra bolag. För varje bolag hittar ni en tabell som vid första anblick kan verka svår att begripa. Efter att ni har läst de här instruktionerna hoppas jag den inte är det.

Samma data finns förstås i bolagens årsredovisningar. De blickar tyvärr sällan mer än 5 år tillbaka, vilket jag tycker är en alltför kort tidsperiod.

Jag har därför valt att granska de senaste 10 åren (i de fall jag haft tillräcklig data). Ett bolag som hela den tiden har varit lönsammare än sina konkurrenter gör sannolikt någonting rätt.

En annan svaghet med bolagens egna siffror är att de inte är jämförbara sinsemellan. Mina siffror är det – jag har försökt eliminera alla irrelevanta poster, såsom engångsintäkter och –kostnader, goodwill-avskrivningar och andra onödiga bokföringskrumelurer.

## RESULTATRÄKNING

Tillväxt är ett av Phoebus viktigaste placeringskriterier. På kort sikt kan resultatet förbättras utan tillväxt men över 10 år förutsätter resultatstillväxt också tillväxt i **omsättningen**. Helst organisk sådan istället för företagsköp.

**EBITA** eller rörelseresultatet före goodwill-avskrivningar speglar enligt min åsikt bäst affärsverksamhetens resultat. Jag har försökt eliminera alla engångsposter.

Nivån på **rörelsemarginalen** varierar mellan branscher och man skall inte jämföra bolag inom olika branscher med varandra. Marginalernas stabilitet och trendmässiga utveckling säger trots det mycket om bolagets kvalitet. Dessutom lönar det sig ofta att försöka uppskatta ett "normalt" resultat i cykliska bolag genom att studera historiska medeltal.

## BALANSRÄKNING

**NWC** eller nettorörelsekapital är de pengar som verksamheten binder i fordringar och lager. Tillväxt binder förutom investeringar alltid rörelsekapital, så ju mindre det krävs, desto bättre.

**Fasta tillgångar** (maskiner, fabriker etc) är en annan del av det sysselsatta kapitalet. Tillväxt kräver investeringar.

Det **sysselsatta kapitalet** finansieras antingen med eget kapital eller nettoskuld, så summan av dessa är lika med nettorörelsekapital + fasta tillgångar. I ett bra bolag tenderar det sysselsatta kapitalet att växa lite långsammare än omsättningen.

**Avkastningen på sysselsatt kapital** är EBITA i förhållande till det sysselsatta kapitalet. Det här är kanske den allra viktigaste måttstocken på företagets framgång, eftersom det mäter "räntan" som affärsverksamheten genererar (före skatt) på hela kapitalet. Dessutom är siffran i princip helt jämförbar mellan olika branscher.

## KASSAFLÖDE

**Fritt kassaflöde** är den del av resultatet som blir kvar för att utveckla bolaget eller för utdelning till ägarna efter räntor, skatter och investeringar. Ett negativt kassaflöde i flera år är alltid oroväckande, eftersom det betyder att lönsamheten inte räcker till för att finansiera tillväxten.

**Företagsköp** (försäljningar) berättar hur mycket bolaget har betalat (inklusive övertagna skulder) för de bolag det har förvärvat.

**Dividender och återköp** av aktier är utdelning till aktieägarna, **emissioner** är insamling av pengar.

Summan av ovanstående poster är lika med **förändringen i nettoskulden**. Alltid är det inte så, beroende på engångsposter. "**Övriga poster**" är sådana.

## VÄRDERING

**P/E** är bolagets aktiekurs i förhållande till resultatet per aktie (**EPS**). Ju högre det är, desto större är marknadens förväntningar gällande den framtida vinststillväxten.

**EV/EBITA** är ett liknande nyckeltal som P/E men bättre, eftersom det även beaktar bolagets skulder. EV är bolagets totalvärde (marknadsvärde + nettoskuld) som alltså relateras till rörelseresultatet.

**Obs!** För banker (och försäkringsbolag) är nyckeltalen något annorlunda eftersom verksamhetens art är en annan. Till exempel är nettoskulden ett irrelevant mått för en bank.



Presentation av Exels alpina skidstavar på Levi  
Bild: Aki Karihtala / Exel

Bild: Tulikivi





## VÅRA FINSKA BOLAG



Bild: Tulikivi

"It is easy to fall in love with stone.  
And that love lasts a lifetime."

Matti Virtaala (2003)

*Tulikivis största risk är kanske att en ugn förutom ett nyttoföremål också är ett dekorationsobjekt. Och mode förändras som bekant snabbt. Bolaget har dock gjort ett mycket bra jobb med att kontinuerligt utveckla och förnya sina modeller.*

*Tulikivi ser sig själv som ett stenbolag. Jag ser det som ett ugnsbolag. Hittills har det inte lett till några motsättningar – bolaget erkände snabbt sitt misstag i att köpa ett antal byggstensverksamheter 2000-2001. Alla bolag gör misstag men bara de bästa erkänner dem snabbt.*



## Verksamhet:

Med en årsförsäljning av cirka 13.000 ugnar har Tulikivi drygt hälften av Europas marknad för värmebevarande eldstäder. Förutom ugnar säljer bolaget täljsten som dekorations- och byggsten samt i mindre utsträckning övriga stenslag. Tulikivi satsar på organisk tillväxt men har också gjort några mindre företagsköp.

## Vår kapitalförvaltare:



Juha Sivonen

född 1962  
anställd sedan 1987  
VD sedan 2001

## Bolaget som placering:

Verksamheten är inte på långt när så cyklisk som man kunde tro, och Tulikivi har alltid reagerat snabbt på förändringar i marknadsläget; ett säkert tecken på ett kvalitetsbolag. Övriga goda sidor är den lysande lönsamheten och starka balansen. Men framförallt är företagsledningen helt fantastisk.

Det största frågetecknet är tillväxten. I Finland kan Tulikivi inte längre just växa. Därför måste bolaget stärka sina exportmarknader (främst Tyskland) och öppna nya marknader för sina täljstensugnar. Potential finns det definitivt, till exempel i USA och Ryssland.

[www.tulikivi.com](http://www.tulikivi.com)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier:	197.500
Andel av bolaget:	2,17%
Vikt i fonden:	11,9%

EUR miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	21	25	24	26	33	36	39	47	59	52	54	8%	10%
EBITA	2	3	1	3	6	6	5	7	7	4	5		
Rörelsemarginal	8.7%	10.5%	4.3%	11.0%	17.2%	15.7%	13.6%	15.4%	11.7%	6.7%	8.8%	11%	12%
<b>Balansräkning</b>													
NWC	1	2	2	1	1	1	2	3	5	6	5		
Fasta tillgångar	15	13	14	15	16	17	19	21	23	21	20		
Nettoskuld	3	4	6	3	0	0	0	0	1	1	1		
Eget kapital	12	11	10	13	16	19	20	24	27	26	24		
Sysselsatt kapital	15	15	17	15	17	19	21	24	28	27	26	7%	5%
Avk. syss. kap.	12%	18%	6%	19%	34%	31%	26%	30%	25%	13%	18%	22%	22%
<b>Kassaflöde</b>													
Fritt kassaflöde		0	-2	6	2	2	2	4	2	2	5	15	22
Företagsköp		-1	0	-1	0	0	0	-2	-2	0	0	-4	-7
Dividender		0	-1	0	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-4	-12	-16
Emission /återköp		0	0	1	0	0	0	-1	1	0	0	1	2
Öriga poster		1	0	-2	1	0	0	0	0	0	-1	-1	0
Diff nettoskuld		-1	-2	4	2	0	0	0	-1	0	0	-1	2
<b>Värdering</b>													
Antal aktier	6.8	7.9	7.9	8.2	8.9	8.9	8.9	8.8	8.9	9.1	9.1		
Aktiekurs	2.88	2.66	1.05	1.63	3.20	3.86	3.10	3.49	4.40	4.00	5.18	6%	6%
Marknadsvärde	19	21	8	13	28	34	27	31	39	36	47		
EPS	0.14	0.19	0.03	0.23	0.44	0.44	0.41	0.57	0.55	0.29	0.38	-3%	11%
Dividend	0.07	0.07	0.03	0.10	0.17	0.17	0.20	0.23	0.30	0.47	0.51		
P/E	20.8	14.1	40.2	7.0	7.2	8.7	7.6	6.1	8.1	14.0	13.5		
EV/EBITA	12.1	9.5	13.9	5.5	5.1	6.0	5.2	4.3	5.8	10.7	10.3		
Direktavkastning	2%	3%	3%	6%	5%	5%	7%	6%	7%	12%	10%		



Snöbandy på Levi  
Bild: Aki Karihtala /Exel

*" The launch of Nordic Walking  
will expand to new countries  
under the same proven concept.  
German-speaking Europe has  
already found the sport,  
and its popularity  
continues to grow."*

**Ari Jokelainen (2003)**

*Jämfört med traditionella sportbolag är Exel helt i sin egen klass – bolaget har på 15 år introducerat två helt nya sportgrenar (innebandy och Nordic Walking). Sportbranschens största utmaning är ju det att praktiskt taget all tillväxt kommer från nya idrottsgrenar.*

*Trots att promenering med stavar (Nordic Walking) just nu är i fokus finns det mycket kvar att göra också inom innebandy. Exel är i den lyckliga positionen att bolaget har mera goda idéer än pengar att förverkliga dem.*



## Verksamhet:

Exel hör till Europas ledande tillverkare av kompositprofiler. Det är egentligen två bolag i ett: Exel är bäst känt för sin *Sport*-division, som säljer idrottsredskap. *Industri*-divisionen är dock större, mer lönsam och växer snabbare.

## Vår kapitalförvaltare:



Ari Jokelainen  
född 1955  
anställd sedan 1990  
VD sedan 1990

## Bolaget som placering:

Exels framgång beror till stor del på bolagets innovativitet. Exempel på denna är promenadstavarna, som har blivit bolagets största produkt. Också på industrisidan bygger tillväxten på att komposit ersätter övriga material i allt fler applikationer.

Avigsidan med innovativitet är risk. Ingen kan veta hur länge Nordic Walking –boomen i Centraleuropa fortsätter, eller om den sprider sig till nya länder eller ej. Historiskt har dock Exel varit mycket duktigt på att anpassa sig till fluktuationer i verksamhetens volym.

Exels ledning hör till de absolut bästa i Finland.

[www.exel.net](http://www.exel.net)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier:	86.000
Andel av bolaget:	1,61%
Vikt i fonden:	10,1%

EUR miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	18	21	24	25	25	30	34	48	50	51	57	14%	12%
EBITA	0	1	1	3	4	4	5	7	6	4	6		
Rörelsemarginal	-0.2%	4.9%	2.6%	10.7%	13.9%	12.6%	14.8%	14.3%	11.5%	8.5%	10.3%	12%	11%

**Balansräkning**

NWC	2	2	2	2	2	3	4	8	9	9	9		
Fasta tillgångar	10	10	10	9	10	10	10	13	16	15	14		
Nettoskuld	8	8	8	8	6	6	4	9	11	8	5		
Eget kapital	4	4	4	4	5	8	10	13	14	15	18		
Sysselsatt kapital	12	12	12	12	12	14	15	22	25	23	23	11%	7%
Avk. syss. kap.	0%	9%	5%	23%	30%	28%	34%	32%	23%	19%	26%	26%	23%

**Kassaflöde**

Fritt kassaflöde					2	1	2	0	2	4	4		12
Företagsköp					0	-1	0	-3	-3	0	0		-6
Dividender					0	0	-1	-2	-2	-2	-1		-7
Emission /återköp					0	1	0	0	0	0	0		1
Öriga poster					0	-1	0	0	1	0	0		1
Diff nettoskuld					1	1	1	-4	-2	2	3		1

**Värdering**

Antal aktier					5.2	5.2	5.2	5.2	5.3	5.3	5.3		
Aktiekurs					4.88	5.13	5.75	10.80	9.90	6.38	11.90		18%
Marknadsvärde					26	27	30	57	52	34	64		
EPS					0.42	0.46	0.68	0.87	0.72	0.52	0.73		10%
Dividend					0.10	0.17	0.30	0.38	0.35	0.20	0.80		
P/E					11.6	11.1	8.5	12.4	13.8	12.2	16.3		
EV/EBITA					9.1	8.7	6.8	9.6	11.0	9.7	11.7		
Direktavkastning					2%	3%	5%	4%	4%	3%	7%		



Matti Lehti  
Bild: TietoEnator

" TietoEnator's strategic progress higher up the value chain, deeper into its customers' businesses and further into the international marketplace continued without any U-turns during 2003."

**Matti Lehti (2003)**

Tietotehdas is clearly emerging as an alternative to an EDP department and more and more as the partner of the customer.  
Tietotehdas has responded to the challenges of customer partnership by specializing in industry-specific expert services."

**Matti Lehti (1994)**

*Trots att TietoEnator under årens lopp har förändrats kraftigt, och marknaden kanske har förändrats ännu mera, är bolagets strategi essentiellt densamma som för 10 år sedan. Strukturerat tänkande – i en positiv bemärkelse – präglar enligt min åsikt all TietoEnators verksamhet.*

# TietoEnator <sup>TE</sup>

## Verksamhet:

TietoEnator är Nordens ledande IT-servicebolag, som har kommit en god bit från sina rötter som närmast Föreningsbanken i Finlands interna ADB-avdelning ännu i början av 1980-talet.

Bolaget lyfter nu ribban ännu högre. Det är redan idag världens ledande leverantör av branschspecifika lösningar för skogsindustrin och strävar på lång sikt efter en motsvarande position också inom bank- och telecombranscherna.

## Bolaget som placering:

Åran för TietoEnators framgång tillfaller till stor del Matti Lehti, som jag tycker är Finlands bästa företagsledare. Han valdes också 2003 av tidningen Talouselämä till Finlands ärligaste chef.

Den internationella tillväxten ger ytterligare potential men också nya risker. Vägen kommer säkert inte att sakna kurvor, men jag litat starkt på att ledningen inte kör i diket.

## Vår kapitalförvaltare:



Matti Lehti

född 1947  
anställd sedan 1989  
VD sedan 1989

[www.tietoenator.com](http://www.tietoenator.com)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier:	43.000
Andel av bolaget:	0,05%
Vikt i fonden:	8,8%

EUR miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	139	165	193	345	409	473	1229	1120	1135	1271	1374	24%	26%
EBITA	8	12	18	34	49	75	115	92	135	130	143		
Rörelsemarginal	5.6%	7.3%	9.2%	9.7%	12.0%	15.9%	9.3%	8.2%	11.9%	10.2%	10.4%	10%	10%
<b>Balansräkning</b>													
NWC	1	-9	-43	-11	-14	-6	43	54	-12	37	34		
Fasta tillgångar	47	47	123	117	131	147	260	264	310	476	431		
Nettoskuld	1	-15	-33	-24	-36	-21	-62	-41	-190	51	-13		
Eget kapital	47	54	113	131	153	162	365	359	488	462	479		
Sysselsatt kapital	48	38	80	107	117	141	304	318	298	513	466	27%	26%
Avk. syss. kap.	16%	32%	22%	31%	42%	53%	38%	29%	45%	25%	31%	32%	34%
<b>Kassaflöde</b>													
Fritt kassaflöde		21	50	-8	23	39	87	59	163	52	123	483	609
Företagsköp		-5	-77	3	-7	-12	-23	-7	85	-195	-27	-167	-265
Dividender		-2	-3	-4	-8	-16	-26	-34	-40	-83	-41	-224	-257
Emission /återköp		1	50	0	0	-28	3	-33	-20	1	0	-50	-27
Öriga poster		1	-4	0	4	1	1	-6	-37	-17	9	-49	-47
Diff nettoskuld		16	18	-9	12	-16	41	-21	149	-241	64	-7	14
<b>Värdering</b>													
Antal aktier	37.4	37.9	52.3	52.7	52.8	53.3	77.0	83.6	83.3	82.9	82.9		
Aktiekurs	2.03	2.04	4.06	10.90	17.18	38.18	62.00	30.30	29.75	13.00	21.70	-11%	27%
Marknadsvärde	76	77	213	575	907	2037	4771	2534	2479	1078	1799		
EPS	0.21	0.27	0.28	0.45	0.65	1.03	1.03	0.81	1.19	1.14	1.28	4%	20%
Dividend	0.05	0.07	0.11	0.16	0.30	0.49	0.49	0.49	1.00	0.50	0.50		
P/E	9.7	7.5	14.4	24.2	26.2	36.9	60.1	37.6	25.1	11.5	17.0		
EV/EBITA	9.8	5.1	10.1	16.4	17.8	26.8	41.1	27.0	16.9	8.7	12.5		
Direktavkastning	2%	4%	3%	1%	2%	1%	1%	2%	3%	4%	2%		



Återvinning av bildäck  
Bild: Lassila & Tikanoja

*We will grow organically  
and through corporate acquisitions.  
We will pay particular attention  
to organic growth.  
We will also grow abroad.  
Environmental management and  
the maintenance services for  
properties and industrial plants will  
provide plenty of growth opportunities.  
We are not planning to diversify  
into other fields."*

**Juhani Maijala & Jari Sarjo (2003)**

Återvinning av avfall är i kraftig tillväxt. Återvinning av bildäck var ett av L&T:s första steg inom detta område, redan 1996.





## Verksamhet:

Lassila & Tikanoja är Finlands ledande avfallshanterings- och –återvinningsbolag med 20% av marknaden, samt det tredje största städnings- och fastighetsskötselbolaget med 12% marknadsandel. Dessutom är bolaget ledande inom vissa nischer av industriservice.

Marknaden växer inom alla bolagets verksamhetsområden tack vare ökad outsourcing. L&T strävar dessutom efter att växa också i Baltikum och Ryssland.

## Bolaget som placering:

L&T:s strategi inom avfallshantering är att öka andelen återvinning genom att investera i nya processeringsanläggningar. Detta är en lågriskstrategi för marknadsledaren, eftersom avfallsflödet redan existerar – marginalen bara förbättras då avfallet utnyttjas istället för att dumpas på soptippen. Samtidigt ökar de stora investeringarna inträdesbarriärerna inom branschen.

Ytterligare potential finns i Öst. Jag tycker bolaget är en av våra mest lovande placeringar på lång sikt. I år kan det dock bli svårt att förbättra resultatet, för 2003 var ett exceptionellt gott år.

## Vår kapitalförvaltare:



Jari Sarjo

född 1957  
anställd sedan 1984  
VD sedan 1997

[www.lassila-tikanoja.fi](http://www.lassila-tikanoja.fi)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier:	32.900
Andel av bolaget:	0,21%
Vikt i fonden:	7,5%

EUR miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning			76	89	101	118	146	211	246	267	306		21%
EBITA			6	8	10	11	12	23	32	33	43		
Rörelsemarginal			7.6%	9.1%	9.5%	9.6%	8.1%	10.7%	12.9%	12.3%	14.2%		12%
<b>Balansräkning</b>													
NWC						-6	-11	-11	-14	-17	-21		
Fasta tillgångar						39	57	175	167	177	194		
Nettoskuld						-38	-25	92	73	73	78		
Eget kapital						71	71	73	80	86	96		
Sysselsatt kapital						33	46	164	153	159	173		39%
Avk. syss. kap.						34%	26%	14%	21%	21%	25%		20%
<b>Kassaflöde</b>													
Fritt kassaflöde							-5	8	26	20	22		72
Företagsköp							0	-117	0	-10	-11		-138
Dividender							-8	-8	-8	-9	-12		-45
Emission /återköp							0	0	0	0	0		0
Öriga poster							0	-1	1	-1	-3		-4
Diff nettoskuld							-13	-117	19	0	-4		-116
<b>Värdering</b>													
Antal aktier					15.1	15.2	15.8	15.8	15.8	15.8	15.8		
Aktiekurs									18.00	15.50	27.50		
Marknadsvärde									285	245	435		
EPS					0.54	0.61	0.56	0.89	1.29	1.38	1.87		25%
Dividend								0.50	0.60	0.75	1.20		
P/E									14.0	11.3	14.7		
EV/EBITA									11.3	9.7	11.8		
Direktavkastning									3%	5%	4%		



Stockmann Mega 1, Moskva  
Bild: Stockmann

" Målet är att före år 2008  
skall minst en tredjedel av  
koncernens försäljning och resultat  
genereras i utlandet."

Hannu Penttilä (2003)

*Öppningen av Stockmanns andra fullskaliga varuhus i Moskva den 17 april 2004 var en enorm succé. Nästa varuhus i Moskva öppnar sina dörrar i slutet av 2004. Fortsättning torde följa i en snar framtid.*



## Verksamhet:

I maj 2004 har Stockmann totalt 10 varuhus, vars försäljningsareal är cirka 14 hektar. Av dessa är 4 utomlands och det femte öppnas i slutet av året.

Varuhusen (med fastigheter) genererar 70-80% av koncernens resultat och står för en ännu större del av dess värde. De övriga verksamheterna (klädhandel, fjärrhandel, bilhandel) är marginella.

## Bolaget som placering:

Stockmann har länge varit stabilt lönsamt. Dess tillväxt har dock varit ganska blygsam.

Detta håller på att ändras, efter att bolaget tillsammans med IKEA har hittat ett fungerande koncept för att expandera i Ryssland. I år öppnas två nya varuhus i Moskva, och fortsättning torde följa snart.

Det är givetvis riskabelt att accelerera tillväxten men jag tycker Stockmann tidigare har varit lite onödigt försiktigt, så i detta fall är det helt klart positivt.

## Vår kapitalförvaltare:



Hannu Penttilä

född 1953  
anställd sedan 1978  
VD sedan 2001

[www.stockmann.fi](http://www.stockmann.fi)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier: 47.000  
Andel av bolaget: 0,09%  
Vikt i fonden: 7,0%

EUR miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	624	766	877	1037	1161	1217	1320	1221	1282	1315	1413	3%	9%
EBITA	18	36	42	46	61	50	49	33	39	53	50		
Rörelsemarginal	2.9%	4.8%	4.8%	4.5%	5.3%	4.1%	3.7%	2.7%	3.1%	4.0%	3.6%	3.4%	4.0%

**Balansräkning**

NWC	35	47	38	54	62	93	59	78	97	95	90		
Fasta tillgångar	188	196	226	257	284	342	332	347	346	301	289		
Nettoskuld	-48	-49	-45	-20	-18	-54	-114	-77	-64	-128	-168		
Eget kapital	271	291	310	331	364	490	505	502	506	525	547		
Sysselsatt kapital	223	243	265	310	346	435	391	425	442	397	379	-3%	5%
Avk. syss. kap.	8%	15%	16%	15%	18%	11%	13%	8%	9%	13%	13%	11%	13%

**Kassaflöde**

Fritt kassaflöde		10	12	-16	6	-42	34	-5	8	47	34	118	88
Företagsköp		0	0	7	6	-2	65	0	10	50	37	162	173
Dividender		-10	-15	-17	-18	-22	-43	-31	-31	-31	-46	-181	-263
Emission /återköp		0	0	1	1	102	0	0	0	0	16	16	120
Öriga poster		0	-1	1	4	1	4	-2	-1	-2	-1	-2	3
Diff nettoskuld		1	-3	-25	-2	37	60	-37	-13	65	40	114	120

**Värdering**

Antal aktier	46.3	46.6	46.6	46.7	46.7	49.5	51.4	51.2	51.0	51.0	52.2		
Aktiekurs	8.30	11.73	11.78	14.27	17.64	16.08	14.30	10.40	13.40	13.80	18.30	3%	8%
Marknadsvärde	385	547	549	666	824	796	735	533	683	703	956		
EPS	0.42	0.64	0.73	0.78	1.00	0.87	0.69	0.52	0.59	0.85	0.78	-2%	6%
Dividend	0.21	0.31	0.36	0.39	0.47	0.84	0.60	0.60	0.60	0.90	1.35		
P/E	19.8	18.3	16.2	18.3	17.7	18.4	20.7	20.2	22.9	16.2	23.4		
EV/EBITA	18.8	13.7	12.1	13.9	13.2	14.9	12.6	13.9	15.8	10.8	15.7		
Direktavkastning	2%	3%	3%	3%	3%	5%	4%	6%	4%	7%	7%		



" Suominen's goal is to grow faster than the markets in all our operational sectors - to increase market shares in collaboration with our leading customers.

In 2002, we set the goal of doubling our net sales from 175 million euros to 350 million by 2010."

**Heikki Bergholm (2003)**

*Suominen har verkligen mycket kvar att göra om bolaget skall nå sina långsiktiga målsättningar. Jag litat dock fortfarande starkt på bolagets ledning.*



## Verksamhet:

Med en kapacitet på 45.000 ton är Suominen en av Europas ledande producenter av vattenbundna nonwoven-tyger, för bolag som tillverkar dukar/trasor, hygienprodukter och sårvårdsprodukter.

Bolaget integrerade sig framåt då det på hösten 2003 köpte Codi, den tredje största producenten av våtdukar i Europa.

Suominen har också en liten flexförpackningsverksamhet, som är marknadsledare inom sina produktområden i Finland och Sverige.

## Bolaget som placering:

Jag har länge tyckt att Suominen är ett mycket konkurrenskraftigt och välskött bolag. Därför är det lite störande att nonwoven-enhetens omsättning kontinuerligt har sjunkit sedan 1997 och fjolårets resultat var det sämsta på 12 år.

Codi kan ge en förbättring genom att de koncerninterna nonwoven-leveranserna ökar. Å andra sidan är det alltid en stor risk att integrera framåt, eftersom man då börjar konkurrera med sina kunder.

Trots allt litar jag starkt på bolagets ledning. Heikki Bergholm äger peronligen över en miljon aktier så han tänker garanterat på ägarna.

## Vår kapitalförvaltare:



Heikki Bergholm

född 1956  
anställd sedan 1985  
VD sedan 1986

[www.suominen.fi](http://www.suominen.fi)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier:	125.000
Andel av bolaget:	0,53%
Vikt i fonden:	5,8%

EUR miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	109	136	155	163	180	177	178	181	174	175	180	0%	5%
EBITA	12	16	18	22	29	25	27	16	12	17	12		
Rörelsemarginal	10.6%	11.4%	11.8%	13.6%	16.3%	13.9%	15.0%	9.0%	7.0%	10.0%	6.5%	9%	11%

**Balansräkning**

NWC	6	7	17	12	17	12							
Fasta tillgångar					119	115	103	99	90	138			
Nettoskuld					74	62	58	50	43	80			
Eget kapital					51	60	62	61	65	71			
Sysselsatt kapital					125	122	120	111	107	150		4%	
Avk. syss. kap.					20%	22%	14%	11%	16%	8%		14%	

**Kassaflöde**

Fritt kassaflöde							20	10	16	14	17		77
Företagsköp							0	0	0	0	-53		-53
Dividender							-8	-8	-8	-6	-22		-52
Emission /återköp							0	0	0	0	21		21
Öriga poster							0	2	0	0	0		2
Diff nettoskuld							12	4	8	7	-37		-6

**Värdering**

Antal aktier				19.6	19.7	20.6	20.6	20.6	20.6	23.7			
Aktiekurs								4.62	4.62	6.56			
Marknadsvärde								95	95	155			
EPS				0.88	0.69	0.79	0.49	0.32	0.53	0.27			-17%
Dividend					0.39	0.39	0.39	0.31	1.08	0.30			
P/E								14.6	8.8	24.1			
EV/EBITA								11.9	7.9	20.1			
Direktavkastning								7%	23%	5%			



" Våra tillväxtmål på den ryska marknaden är att fördubbla våra volymer under en tvåårsperiod.

Vår utmaning är stor och potentialen är stor för att skapa ett långsiktigt mervärde för hela koncernen."

Sture Carlson (2003)

Potatischips och övriga snacksprodukter är "lyxvaror". Därför växer marknaden fortfarande något till och med i Norden (förutom Norge).

I Ryssland är tillväxtpotentialen i det närmaste obegränsad. Marknaden är idag bara cirka 100 miljoner euro då den i Norden är 500 miljoner. Chips marknadsandel i Ryssland (10%) kan också stärkas betydligt.



## Verksamhet:

Chips kontrollerar ungefär 40% av den nordiska snacks-marknaden och är marknadsledare i Finland, Sverige och Danmark samt stark tvåa i Norge. Dessutom är bolaget marknadsledare i Lettland och köpte år 2003 ett litet bolag i Ryssland.

Chips har också en stark ställning på marknaden för vissa djupfrysta livsmedel i Finland och Sverige. Deras kontribution till resultatet är dock marginell.

## Bolaget som placering:

Lokalt starka varumärken – speciellt i långt förädlade produkter – är normalt mycket lönsamma och kundlojaliteten är stor. Däremot är det oftast svårt att växa organiskt.

Chips är en bra kombination av stabilitet (i Norden) och tillväxt (i Baltikum och speciellt i Ryssland). Riskerna i Ryssland är givetvis stora, men jag litar starkt på Chips mycket erfarna ledning.

## Vår kapitalförvaltare:



Sture Carlson

född 1947  
anställd sedan 1979  
koncernchef sedan 1979

[www.chips.fi](http://www.chips.fi)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier: 21.500  
Andel av bolaget: 0,12%  
Vikt i fonden: 3,2%

EUR miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	78	97	106	117	112	115	129	153	247	269	298	21%	14%
EBITA	7	10	11	13	14	13	19	18	27	32	36		
Rörelsemarginal	9.3%	10.7%	10.7%	11.4%	12.4%	11.2%	14.9%	11.6%	10.9%	11.9%	11.9%	12%	12%

**Balansräkning**

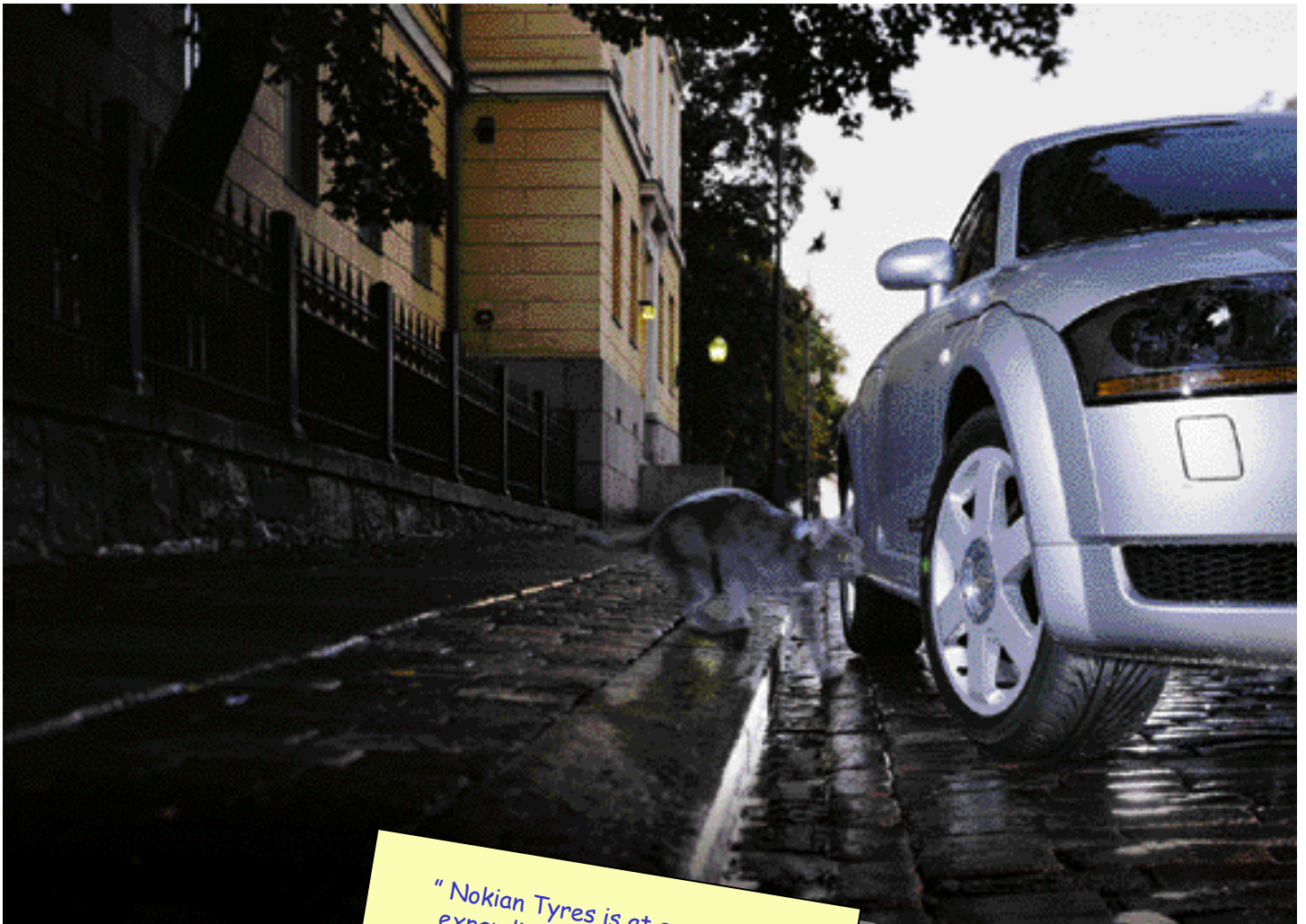
NWC		2	2	2	1	3	3	11	11	17	20		
Fasta tillgångar		54	59	49	50	54	111	136	136	142	157		
Nettoskuld		-3	-3	-15	-19	-16	32	54	50	49	57		
Eget kapital		59	64	67	70	73	83	94	96	110	121		
Sysselsatt kapital		56	61	52	51	57	115	148	147	159	178	25%	
Avk. syss. kap.		19%	20%	27%	29%	25%	17%	12%	18%	20%	20%	18%	19%

**Kassaflöde**

Fritt kassaflöde			2	10	6	0	-3	-7	11	5	15		21
Företagsköp			0	8	0	0	-55	-18	0	0	-17		-90
Dividender			-5	-7	-8	-8	-16	-11	-9	-10	-18		-65
Emission /återköp			0	0	0	0	13	0	0	0	10		24
Öriga poster			4	0	6	4	13	15	1	3	2		34
Diff nettoskuld			1	12	4	-4	-48	-22	3	-1	-8		-75

**Värdering**

Antal aktier	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.7	16.7	16.7	16.8	17.4		
Aktiekurs	4.27	5.85	5.92	10.55	14.07	14.07	16.66	12.96	15.00	14.00	16.25	3%	14%
Marknadsvärde	68	94	95	169	226	226	279	217	251	235	283		
EPS		0.32	0.43	0.52	0.59	0.53	0.77	0.70	0.72	0.86	0.84		10%
Dividend	0.21	0.32	0.43	0.47	0.53	1.02	0.67	0.54	0.60	1.06	0.50		
P/E		18.2	13.8	20.3	23.8	26.5	21.7	18.6	21.0	16.3	19.3		
EV/EBITA		9.0	8.1	11.6	14.8	16.1	16.2	17.1	12.9	10.8	12.1		
Direktavkastning	5%	5%	7%	4%	4%	7%	4%	4%	4%	8%	3%		



The cat and Nokian NRZi  
Bild: Nokian Tyres

*" Nokian Tyres is at a crossroads,  
expanding from a strong Nordic  
tyre company to a significant  
player in the East.*

*We have no way of knowing for sure  
which of our steps will take us farthest,  
since we have to wait for the future  
to see the true impact of our decisions.  
What we do know is that  
no fast wins are to be expected."*

**Kim Gran (2003)**

*Det finns ännu utrymme för tillväxt också i Norden, speciellt för sommar-  
däck, men Ryssland och övriga Östeuropa kommer att avgöra Nokian  
Tyres tillväxttakt (och lönsamhet) över de nästa 10 åren.*

*Den nya fabriken i St Petersburg är planerad för en produktion av 8  
miljoner däck (kapaciteten i Finland är idag knappt 6 miljoner).  
Målsättningarna är ambitiösa men jag tycker de är helt realistiska.*





## Verksamhet:

Nokian Tyres hör till de ledande bildäcksbolagen i Norden med en marknadsandel på 25%. Bolaget är fokuserat på vinterdäck, där dess andel av marknaden är 30%, och high-performance-sommardäck. Produktionen år 2003 var 5,4 miljoner däck.

En ny fabrik, som planeras starta år 2005, är under byggnad i St Petersburg i Ryssland.

## Bolaget som placering:

Expansionen till Ryssland har inte förlöpt utan problem. Aktiemarknaden hickade ordentligt då samarbetet med ryska Amtel avbröts i början av 2004. Även framöver finns det säkert risker.

Men, trots att riskerna är stora tycker jag att bolaget är exceptionellt välskött, såsom också kapitalets avkastning utvisar. Målet för den årliga ökningen i personalens produktivitet är 7%, vilket ger stort utrymme att förbättra resultatet då produktivetsmålsättningen nås. Och den har oftast nåtts.

## Vår kapitalförvaltare:



Kim Gran

född 1954  
anställd sedan 1994  
VD sedan 2000

[www.nokiantyres.com](http://www.nokiantyres.com)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier: 5.700  
Andel av bolaget: 0,05%  
Vikt i fonden: 3,2%

EUR miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	144	164	187	193	212	251	323	399	423	479	529	16%	14%
EBITA	16	17	20	24	28	35	45	46	57	67	85		
Rörelsemarginal	10.8%	10.5%	10.9%	12.3%	13.1%	14.0%	14.1%	11.6%	13.6%	14.0%	16.2%	14%	13%

**Balansräkning**

NWC			29	35	40	54	77	97	85	84	94		
Fasta tillgångar			64	72	85	140	214	252	259	249	253		
Nettoskuld			32	35	40	94	170	218	194	158	136		
Eget kapital			61	72	85	100	121	131	149	175	211		
Sysselsatt kapital			93	107	125	194	291	349	343	334	347	12%	
Avk. syss. kap.			22%	22%	22%	18%	16%	13%	17%	20%	25%	18%	

**Kassaflöde**

Fritt kassaflöde				0	0	-23	-19	-25	27	43	31		58
Företagsköp				0	0	-25	-48	-7	-2	-1	0		-58
Dividender				-4	-5	-6	-8	-9	-7	-9	-12		-44
Emission /återköp				0	1	1	1	0	0	0	2		3
Öriga poster				0	0	-1	-2	-7	6	2	1		0
Diff nettoskuld				-3	-4	-55	-76	-48	24	36	22		-42

**Värdering**

Antal aktier	10.0	10.0	10.1	10.1	10.2	10.3	10.5	10.6	10.6	10.6	10.7		
Aktiekurs			7.40	16.52	27.89	27.75	37.82	17.90	35.09	33.99	59.90		17%
Marknadsvärde			75	168	286	286	399	189	371	360	640		
EPS			1.18	1.42	1.70	2.22	2.79	2.51	3.03	3.86	5.05		18%
Dividend			0.40	0.49	0.59	0.73	0.85	0.65	0.83	1.11	1.56		
P/E			6.3	11.7	16.4	12.5	13.6	7.1	11.6	8.8	11.9		
EV/EBITA			5.2	8.5	11.7	10.8	12.5	8.8	9.8	7.7	9.1		
Direktavkastning			5%	3%	2%	3%	2%	4%	2%	3%	3%		



Bild: Vacon



## Verksamhet:

Vacon är ett litet men unikt bolag. Det fokuserar endast på frekvenskonverterare (steglös styrning av elmotorer), för vilka dess andel av världsmarknaden är cirka 2% - marknadsledaren ABB är mer än sex gånger större.

Men Vacon är det enda fokuserade bolaget inom branschen och tror själv starkt på sin överlägsenhet. Största delen av nyckelpersonerna kommer från ABB, så de borde ju veta.

## Bolaget som placering:

Små tillväxtbolag är alltid stora risker som placeringsobjekt. Vacon skiljer sig positivt från de flesta tillväxtbolag genom att det under hela sin historia har varit mycket lönsamt och dess personal har en lång erfarenhet inom branschen.

Det OEM-kontrakt som Vacon på våren 2004 ingick med amerikanska Rockwell International är mycket betydande. Rockwell är världens tredje största producent av frekvenskonverterare.

## Vår kapitalförvaltare:



Vesa Laisi

född 1957  
anställd sedan 2002  
VD sedan 2002

[www.vacon.com](http://www.vacon.com)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier:	35.500
Andel av bolaget:	0,23%
Vikt i fonden:	3,2%

EUR miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning				8	17	26	44	65	91	97	112		34%
EBITA				1	3	3	6	8	10	10	12		
Rörelsemarginal				7.3%	15.3%	12.5%	13.6%	12.5%	11.5%	10.2%	10.5%		11%
<b>Balansräkning</b>													
NWC							7	11	10	9	8		
Fasta tillgångar								4	12	16	17		18
Nettoskuld				3	2	7	5	4	3	-1	-6		
Eget kapital				1	2	4	7	18	23	27	32		
Sysselsatt kapital				3	4	11	11	22	26	26	26		19%
Avk. syss. kap.				18%	62%	29%	53%	36%	39%	38%	46%		41%
<b>Kassaflöde</b>													
Fritt kassaflöde								-5	3	7	8		12
Företagsköp								0	0	0	0		0
Dividender								-1	-2	-2	-3		-8
Emission /återköp								7	0	0	0		7
Öriga poster								0	0	0	0		0
Diff nettoskuld								1	1	4	5		11
<b>Värdering</b>													
Antal aktier				11.7	11.7	11.7	11.7	13.7	15.2	15.2	15.2		
Aktiekurs								8.30	9.33	7.40	9.80		
Marknadsvärde								114	141	112	148		
EPS				0.03	0.14	0.16	0.33	0.41	0.45	0.43	0.50		25%
Dividend				0.00	0.01	0.03	0.07	0.14	0.16	0.17	0.55		
P/E								20.4	20.7	17.2	19.5		
EV/EBITA								14.5	13.9	11.2	12.0		
Direktavkastning								2%	2%	2%	6%		



Vävning av våtviror (Juankoski)  
Bild: Tamfelt

" Tamfelt has a five-member board,  
which has functioned well.  
I see no reason to divide it  
into committees  
in this size of a company.  
It is better that  
every Board member is involved  
in all company affairs."

Mikael von Frenckell (2003)

*Jag uppskattar självständigt tänkande. Tamfelts styrelse har länge visat sig vara exceptionellt duktig på att använda sunt förnuft, vilket ovanstående citat av styrelsens ordförande utvisar.*

*Affärsverksamheten är också i goda händer. Resultatet har under de senaste åren fallit men en vändning till det bättre skedde i slutet av 2003 och den positiva utvecklingen har förstärkts i början av 2004.*



## Verksamhet:

Tamfelt är en ledande producent av textilier för pappersmaskiner. Bolaget tillverkar våt- och torkningsviror, pressfilter och belts för pappersindustrin samt filterdukar främst för cellulosa- och gruvindustrin. Trots att bolaget är litet – på sin hemmamarknad i Europa är det med 12% av marknaden bara 5. störst inom sin bransch – har det kontinuerligt hört till branschens mest lönsamma i världen.

Tamfelt satsar på organisk tillväxt och gör nästan inga företagsköp.

## Bolaget som placering:

Efterfrågan på textilier beror på pappersindustrins kapacitetsutnyttjande. Tamfelts konjunktorkänslighet är dock liten jämfört med dess kunder. Som sämst har rörelsemarginalen varit cirka 10%.

Den starka balansen och goda direktavkastningen minskar också placeringens risk. Tillväxten är det största frågetecknet – fast Tamfelts marknadsandel har stigit har bolagets tillväxt 1993-2003 varit bara 5% per år. Aktien är inte heller helt billig.

## Vår kapitalförvaltare:



Risto Hautamäki

född 1945  
anställd sedan 1995  
VD sedan 1995

[www.tamfelt.fi](http://www.tamfelt.fi)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier:	30.000
Andel av bolaget:	0,17%
Vikt i fonden:	3,1%

EUR miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	78	76	84	89	102	103	110	124	131	126	126	4%	5%
EBITA	7	8	12	15	20	19	19	21	23	16	13		
Rörelsemarginal	9.4%	10.3%	14.2%	16.7%	20.0%	18.4%	17.4%	17.1%	17.4%	12.7%	10.0%	15%	15%

**Balansräkning**

NWC	27	25	13	16	20	25	31	32	32	30	22		
Fasta tillgångar	35	32	32	35	39	49	51	58	68	76	71		
Nettoskuld	4	-5	-23	-26	-30	-22	-22	-24	-14	-3	0		
Eget kapital	58	62	68	77	88	96	105	113	114	109	93		
Sysselsatt kapital	63	57	45	51	58	74	82	90	100	106	93	5%	4%
Avk. syss. kap.	12%	14%	27%	29%	35%	26%	23%	24%	23%	15%	14%	19%	22%

**Kassaflöde**

Fritt kassaflöde		9	20	6	8	-1	6	8	7	7	23	50	93
Företagsköp		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividender		-2	-3	-4	-6	-7	-8	-9	-11	-17	-29	-74	-96
Emission /återköp		0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	5	5
Öriga poster		2	1	1	2	1	2	2	-5	-1	-1	-3	3
Diff nettoskuld		9	18	3	4	-7	0	1	-9	-11	-3	-22	5

**Värdering**

Antal aktier	17.6	17.6	17.6	17.7	17.7	17.7	17.7	17.7	17.7	17.7	18.2		
Aktiekurs	5.78	4.60	4.20	7.65	12.15	10.50	11.25	8.99	13.25	14.50	13.90	6%	9%
Marknadsvärde	102	81	74	136	215	186	199	159	235	257	253		
EPS	0.32	0.30	0.50	0.74	0.91	0.85	0.81	0.89	0.96	0.72	0.52	-9%	5%
Dividend	0.13	0.17	0.22	0.37	0.41	0.44	0.50	0.65	0.95	1.65	0.95		
P/E	18.0	15.3	8.4	10.3	13.3	12.4	13.9	10.1	13.8	20.2	27.0		
EV/EBITA	14.5	9.8	4.3	7.4	9.1	8.6	9.3	6.4	9.7	15.8	20.1		
Direktavkastning	2%	4%	5%	5%	3%	4%	4%	7%	7%	11%	7%		



Bilder: Fiskars

# FISKARS

## Verksamhet:

Fiskars är världens ledande producent av trädgårdsverktyg och saxar. Dess afärsverksamhet, Fiskars Brands, finns främst i USA därifrån den också leds.

Den finska koncernledningens uppgift är närmast att förvalta fastigheter och placeringar.

## Vår kapitalförvaltare:



Heikki Allonen

född 1954  
anställd sedan 2003  
VD sedan 2003

## Bolaget som placering:

I nästan 10 år har jag väntat på den dag då Fiskars äntligen delas i två separata delar: ett börslistat (amerikanskt) konsumentvarubolag (som är fantastiskt) och ett finskt holdingbolag (som har långa traditioner men som inte hör hemma på börsen).

Det verkar tyvärr inte ske. Tvärtom beslöt Fiskars i april 2004 att öka sitt ägande i Wärtsilä, vilket jag tycker är ett steg i exakt fel riktning. Bolagets position i vår portfölj kan efter detta ifrågasättas.

[www.fiskars.fi](http://www.fiskars.fi)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier:	36.000
Andel av bolaget:	0,07%
Vikt i fonden:	3,0%

EUR miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning			390	352	478	562	665	824	762	726	620	2%	
EBITA			45	42	61	68	59	53	57	61	41		
Rörelsemarginal			11.5%	11.8%	12.9%	12.1%	8.9%	6.4%	7.5%	8.4%	6.6%	8%	
<b>Balansräkning</b>													
NWC			91	61	141	161	223	293	254	184	158		
Fasta tillgångar			93	99	217	213	310	333	335	280	174		
Nettoskuld			0	-116	21	28	150	229	182	35	-17		
Eget kapital			184	276	337	347	383	397	407	429	348		
Sysselsatt kapital			184	160	357	375	533	626	589	464	332	-2%	
Avk. syss. kap.			24%	26%	17%	18%	11%	8%	10%	13%	12%	11%	
<b>Kassaflöde</b>													
Fritt kassaflöde				47	-53	4	-50	-58	61	102	50	106	
Företagsköp				121	-101	-6	-103	-22	0	0	0	-126	
Dividender				-9	-13	-15	-17	-17	-17	-17	-60	-128	
Emission /återköp				-6	0	1	0	0	0	0	0	0	
Öriga poster				-37	30	10	48	17	4	61	62	191	
Diff nettoskuld				115	-136	-7	-122	-79	48	147	52	45	
<b>Värdering</b>													
Antal aktier	58.1	57.2	56.0	55.0	55.4	55.1	55.4	55.4	55.4	55.4	55.4		
Aktiekurs	4.91	5.35	4.75	7.74	13.23	13.86	13.00	7.40	8.50	7.80	9.40	-7%	7%
Marknadsvärde	285	306	266	425	733	764	720	410	471	432	520		
EPS			0.38	0.40	0.58	0.61	0.45	0.24	0.35	0.54	0.37	-9%	
Dividend	0.06	0.11	0.17	0.24	0.28	0.31	0.31	0.31	0.31	1.10	0.31		
P/E			12.5	19.5	22.7	22.8	28.6	30.6	24.5	14.3	25.2		
EV/EBITA			5.9	7.4	12.3	11.6	14.8	12.1	11.4	7.6	12.2		
Direktavkastning	1%	2%	4%	3%	2%	2%	2%	4%	4%	14%	3%		



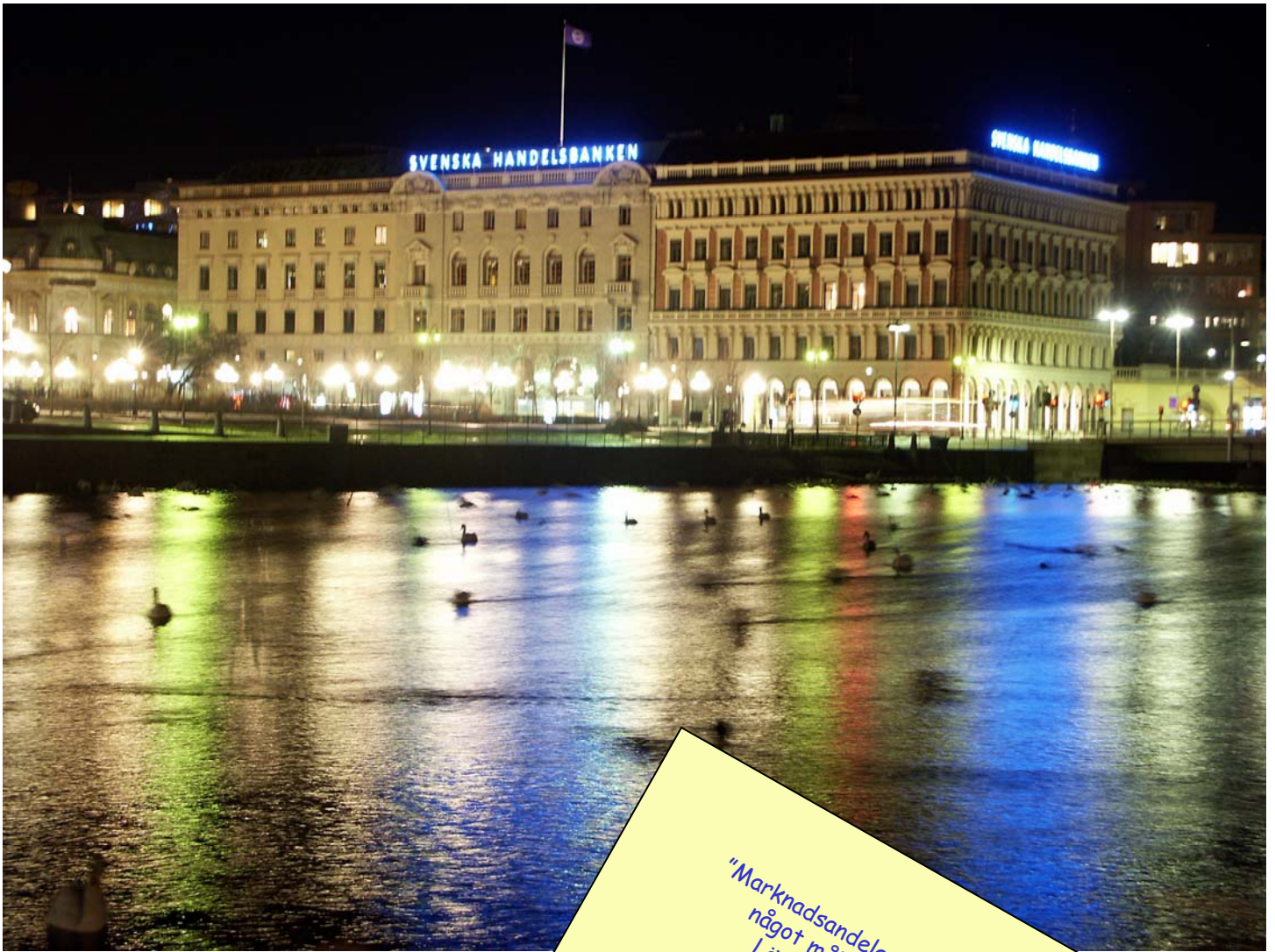
Vindturbiner i Black Banks, Irland  
Bild: Vestas

Scania R420, Sweden  
Photo: Jonas Nordin  
Copyright: Scania AB





## VÅRA UTLÄNDSKA BOLAG



Handelsbanken, Stockholm  
Photo: Alexander V Dokukin  
Copyright: Svenska Handelsbanken AB

"Marknadsandelar är inte  
något mål för oss.  
Lönsamhet är.  
Lönsamheten når vi genom  
att ha lägre kostnader  
och nöjdare kunder."

Lars O. Grönstedt (2003)

*Handelsbanken har alltid varit stolt över sin lönsamhet, också i de nyss öppnade kontoren. Därför är jag inte särskilt orolig för att nyetablerings-  
takten verkar accelerera.*

# Handelsbanken

## Verksamhet:

Handelsbanken är en universalbank, vars andel av den svenska bostadslånemarknaden är 30% och andelen av företagskrediter något högre. Varje kontor fungerar som en lokalbank. Detta har visat sig vara en mycket väl fungerande modell, som kombinerar kostnads-effektivitet och kundnytta.

Handelsbanken har redan i 14 år haft branschens nöjdaste kunder. Dess avkastning på eget kapital har i 32 år överstigit konkurrenternas.

## Bolaget som placering:

Handelsbanken är en tråkig aktie. Dess verksamhet är så stabilt lönsam att spekulanterna nästan aldrig verkar bli ivriga på aktien. Det tycker jag enbart är positivt.

Tillväxten är det största frågetecknet. Hittills har SHB med små företagsköp och organisk tillväxt lyckats skaffa 20% av sina intäkter utanför Sverige. Takten torde accelerera i en nära framtid; SHB har hittills öppnat 6-7 kontor per år men har nu höjt målsättningen till 15-20 nya kontor per år.

De lägsta kostnaderna och de nöjdaste kunderna är en stark kombination. Mer än detta kan jag just inte kräva av våra bolag, speciellt som även ledningen är alldeles lysande.

## Vår kapitalförvaltare:



Lars O. Grönstedt

född 1954  
anställd sedan 1983  
VD sedan 2001

[www.handelsbanken.se](http://www.handelsbanken.se)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier:	29.000
Andel av bolaget:	0,004%
Vikt i fonden:	3,8%

## SEK miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Intäkter	13095	12622	13438	14549	15815	16837	17056	20680	21654	21664	22130	6%	5%
Resultat före skatt	724	4107	5080	6765	8067	8007	8912	12001	11577	10829	11780		
Marginal	5.5%	32.5%	37.8%	46.5%	51.0%	47.6%	52.3%	58.0%	53.5%	50.0%	53.2%	53%	49%

## Balans (miljarder)

Utlåning	242	253	263	281	591	591	630	692	803	842	826		
Riskjusterad				258	415	443	482	542	611	641	642		
Tier 1 kapital				26	26	28	31	35	37	41	46		
Tier 1 soliditet				10.0%	6.2%	6.3%	6.5%	6.4%	6.1%	6.4%	7.1%		
Eget kapital	20802	22771	25949	27549	32353	34431	38570	42466	48112	52192	56835	11%	11%
Avk EK före skatt	3%	18%	20%	25%	25%	23%	23%	28%	24%	21%	21%	23%	23%

## Kassaflöde

Företagsköp /fsg		0	0	0	-22870	0	-1550	-7100	-2525	0	0	-11175	-34045
Dividender		-470	-701	-3877	-1208	-1565	-1922	-2144	-2751	-3120	-3294	-13231	-21052
Emission /återköp		0	737	2	0	0	0	-2950	-46	0	0	-2996	-2257

## Värdering

Antal aktier	684.3	684.3	684.3	714.7	714.7	714.7	714.7	693.2	693.4	693.4	693.4		
Aktiekurs	37.68	32.70	46.00	65.00	91.00	114.00	107.00	161.50	154.00	116.00	147.00	5%	15%
Marknadsvärde bn	25.8	22.4	31.5	46.5	65.0	81.5	76.5	112.0	106.8	80.4	101.9		
EPS	0.70	5.42	5.48	6.90	8.01	8.14	8.91	12.44	12.05	11.54	12.16	8%	33%
Dividend	0.67	1.00	1.25	1.67	2.17	2.67	3.00	4.00	4.50	4.75	5.25		
P/E	54.1	6.0	8.4	9.4	11.4	14.0	12.0	13.0	12.8	10.1	12.1		
P/E före skatt	35.6	5.4	6.2	6.9	8.1	10.2	8.6	9.3	9.2	7.4	8.7		
Direktavkastning	2%	3%	3%	3%	2%	2%	3%	2%	3%	4%	4%		



Photo: Air Liquide

" Le marché des gaz est quasi illimité,  
puisque'il n'a pour limites que celles  
de notre imagination. La molécule  
d'oxygène n'a pas changé depuis  
la nuit des temps. Mais que  
d'évolutions dans ses usages ! "

**Benoît Potier (2003)**

*Typiskt för industrigasbranschen är att man bygger sina produktionsenheter på kundens fabriksområde. Man kan egentligen inte tappa kunderna om man inte klåpar alldeles oerhört.*

*Trots att processindustrin inte just växer har gasanvändningen kontinuerligt vuxit tack vare nya applikationer. Cirka 30% av Air Liquides försäljning utgörs av applikationer som inte var kända för 10 år sedan.*



## Verksamhet:

Air Liquide är med en marknadsandel på 21% världens ledande industrigasbolag (bl.a. syre, kväve, väte). Fem stora bolag (Air Liquide, BOC, Linde, Air Products ja Praxair) kontrollerar cirka 70% av världsmarknaden och branschen är i de flesta länder ett oligopol på grund av att man inte kostnadseffektivt kan transportera gas mer än ungefär 200 kilometer.

Air Liquide köpte på våren 2004 tyska Messer Griesheims affärsverksamhet för cirka 2,7 miljarder euro.

## Bolaget som placering:

Industrigasbranschen är nära min dröm om en perfekt verksamhet. Kapitalbindningen gör inträdesbarriärerna omöjligt höga och de korta transportsträckorna håller konkurrensen oligopolistisk. Detta syns som en stabil lönsamhet – under de senaste 30 åren har resultatet sjunkit bara tre gånger!

Köpet av Messer Griesheim är ganska stort och kan vara en risk för resultatet på kort sikt. Men Air Liquide har lång erfarenhet av företagsköp och branschens natur minskar risken för att kunderna skulle byta leverantör i samband med företagsaffärer.

## Vår kapitalförvaltare:



Benoît Potier

född 1957  
anställd sedan 1981  
VD sedan 1997

[www.airliquide.com](http://www.airliquide.com)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier: 2.700  
Andel av bolaget: 0,003%  
Vikt i fonden: 3,2%

EUR miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	4631	4841	4907	5242	5851	6087	6538	8099	8328	7900	8394	7%	6%
EBITA	570	616	662	680	800	871	964	1151	1215	1199	1235		
Rörelsemarginal	12.3%	12.7%	13.5%	13.0%	13.7%	14.3%	14.7%	14.2%	14.6%	15.2%	14.7%	15%	14%

**Balansräkning**

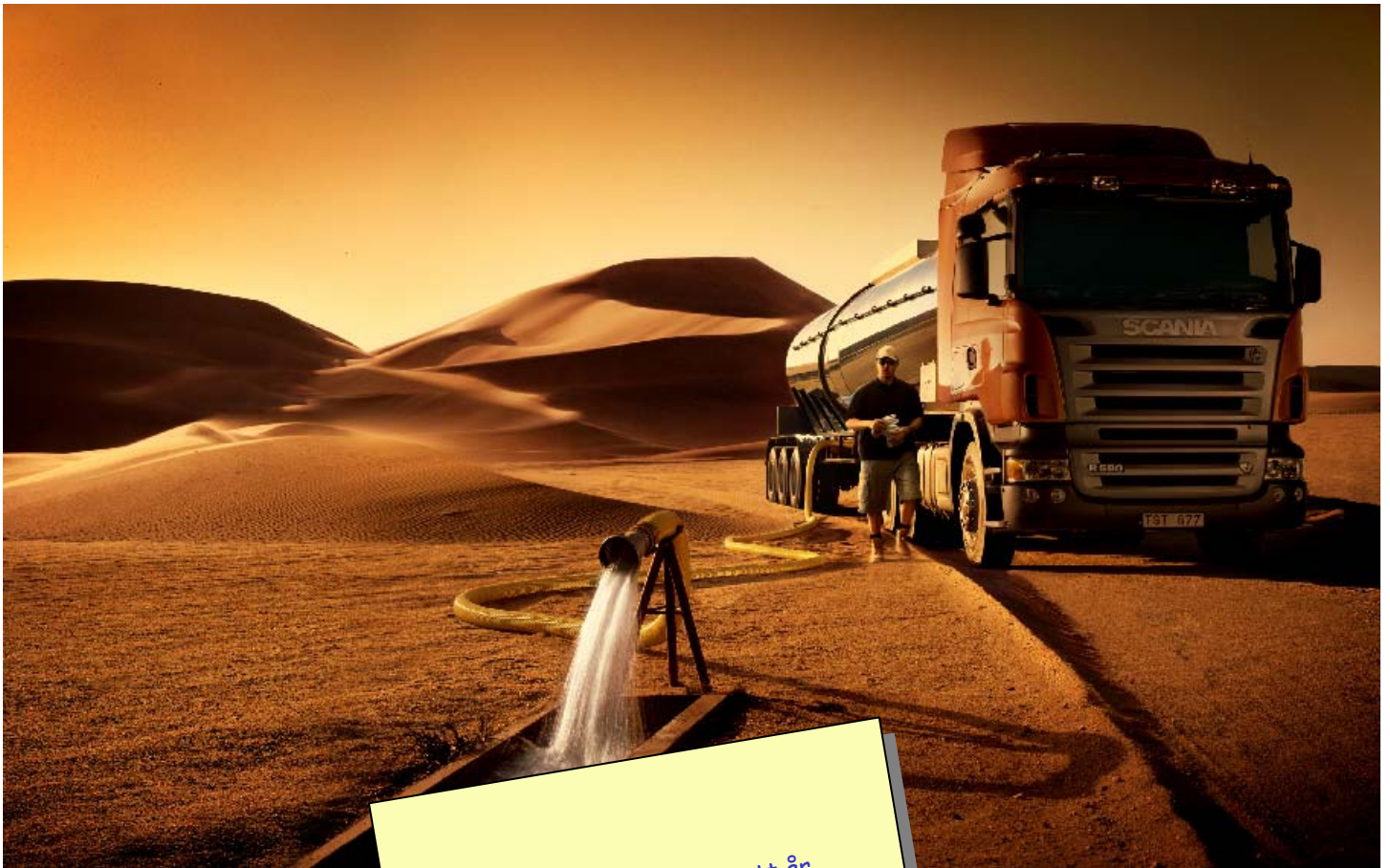
NWC	-378	-270	-200	-226	-314	-291	-336	-331	-293	-360	-234		
Fasta tillgångar	4306	4319	4358	5082	6037	6612	8041	8254	8553	7834	7504		
Nettoskuld	468	642	525	842	1259	1677	2433	2280	2584	2022	1730		
Eget kapital	3461	3407	3632	4015	4464	4644	5272	5643	5676	5452	5539		
Sysselsatt kapital	3929	4049	4158	4857	5723	6321	7705	7923	8260	7474	7269	3%	6%
Avk. syss. kap.	15%	16%	17%	15%	15%	14%	13%	15%	15%	17%	18%	16%	15%

**Kassaflöde**

Fritt kassaflöde		253	211	-12	-131	-172	135	529	725	942	668	2999	3148
Företagsköp		-559	-117	-158	-95	-214	-319	-125	-372	-307	-75	-1198	-2341
Dividender		-129	-146	-152	-174	-193	-224	-248	-318	-366	-414	-1571	-2365
Emission /återköp		106	124	17	14	-10	-94	-101	-242	-88	-139	-664	-414
Öriga poster		156	45	-11	-32	171	-254	98	-97	381	251	380	709
Diff nettoskuld		-174	117	-317	-417	-418	-756	153	-304	562	292	-53	-1262

**Värdering**

Antal aktier	97.7	99.3	100.9	102.1	102.2	102.2	101.8	101.5	100.2	99.3	98.5		
Aktiekurs	78	73	81	89	101	115	134	143	143	127	138	4%	6%
Marknadsvärde	7633	7211	8138	9060	10301	11702	13628	14528	14336	12613	13628		
EPS	3.47	3.86	4.15	4.30	4.79	5.29	5.81	6.76	7.38	7.46	7.76	8%	8%
Dividend	1.26	1.39	1.39	1.52	1.70	1.93	2.09	2.66	2.84	3.20	3.20		
P/E	22.5	18.8	19.4	20.6	21.1	21.7	23.0	21.2	19.4	17.0	17.8		
EV/EBITA	13.7	12.1	12.5	13.5	13.6	14.7	16.0	14.0	13.4	11.7	12.0		
Direktavkastning	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%		



The driver. Walvis bay, Namibia.  
Photo: Bo Hylén  
Copyright: Scania AB

"Framför oss väntar ett år  
som har förutsättningar  
att bli det mest spännande  
i Scantias historia."

Leif Östling (2003)

*Scantias nya R-serie är bara den fjärde produktfamiljen under ett kvarts sekel. Normalt brukar nya produkter – med en viss ledtid – innebära högre marknadsandel och bättre marginaler.*



## Verksamhet:

Scania är helt fokuserat på tunga (>16tn) lastbilar – produktion, försäljning, finansiering och service av dessa, och endast dessa. Trots att bolagets andel av världens årliga försäljning av 600.000 tunga lastbilar är bara 8% hör Scania till världens fem stora tillverkare.

Produktionseffektiviteten separerar Scania från sina konkurrenter. Bolaget har i 15 år - varje år - varit mer lönsamt än konkurrenterna.

## Bolaget som placering:

Att sälja långtradare är en cyklisk verksamhet som delvis utjämnas av servicen. Men, som siffrorna nedan visar, fluktuerar resultatet ändå ganska mycket.

Konjunkturen håller på att förbättras och Scania har precis lanserat sina nya bilar i R-serien. De närmaste åren verkar därför lovande. Faktiskt mycket lovande, om man lyssnar på ledningen.

Scania gjorde senast förlust år 1934.

## Vår kapitalförvaltare:



Leif Östling

född 1945  
anställd sedan 1972  
VD sedan 1989

[www.scania.com](http://www.scania.com)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier: 15.000  
Andel av bolaget: 0,008%  
Vikt i fonden: 3,2%

SEK miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	17967	24088	31148	28794	33304	37509	38662	45859	48310	46140	50581	6%	11%
EBITA	971	3731	5011	2787	2716	3251	4655	4623	2089	3548	4759		
Rörelsemarginal	5.4%	15.5%	16.1%	9.7%	8.2%	8.7%	12.0%	10.1%	4.3%	7.7%	9.4%	9%	10%

**Balansräkning**

NWC	1132	2524	2086	2999	2946	5112	5277	1738	-192	-1219			
Fasta tillgångar	11501	12408	13529	15098	16074	17146	18285	22361	21947	22937			
Nettoskuld	6805	6836	6475	7744	7169	8710	7864	8104	4824	3467			
Eget kapital	5828	8096	9140	10353	11851	13548	15698	15995	16931	18251			
Sysselsatt kapital	12633	14932	15615	18097	19020	22258	23562	24099	21755	21718	3%		
Avk. syss. kap.		30%	34%	18%	15%	18%	22%	20%	10%	18%	24%	18%	20%

**Kassaflöde**

Fritt kassaflöde		678	1004	-46	1985	838	2882	3020	3187	2935	12862		
Företagsköp		-91	-121	-483	5	-1121	-457	-929	1165	-26	-1368		
Dividender		-800	-1100	-1100	-1100	-1300	-1400	-1400	-700	-1100	-5900		
Emission /återköp		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Öriga poster		182	578	360	-315	42	-179	-931	-372	-452	-1892		
Diff nettoskuld		-31	361	-1269	575	-1541	846	-240	3280	1357	3702		

**Värdering**

Antal aktier	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0		
Aktiekurs		180.00	170.50	179.00	150.00	306.50	210.00	192.00	168.50	203.00		6%	
Marknadsvärde		36000	34100	35800	30000	61300	42000	38400	33700	40600			
EPS		12.18	15.58	9.09	8.80	10.37	14.86	14.37	4.74	10.95	15.17	8%	
Dividend			5.50	5.50	5.50	6.50	7.00	7.00	3.50	5.50	6.00		
P/E			11.6	18.8	20.3	14.5	20.6	14.6	40.5	15.4	13.4		
EV/EBITA			8.4	14.3	15.6	11.1	14.6	10.4	19.6	10.0	8.6		
Direktavkastning			3%	3%	3%	4%	2%	3%	2%	3%	3%		

# Global Reach



ABP



California Public Employees' Retirement System



Mitsui Asset



General Electric



Merrill Lynch



Old Mutual



Ontario Teachers' Pension Plan Board



Pacific Investment Management Company (PIMCO)



The Pension Fund of the Canton of Zurich



The Government Pension Investment Fund (GPIF)



MLC Investment Management



Scottish Widows



Swedish National Pension Fund

Wagen AG

"The only guidance  
I like to give analysts is:  
'Make sure you have  
two square meals a day  
and get a good night's sleep'"

David A. Spina (2003)

State Streets internationalisering tog ett stort kliv framåt då bolaget år 2003 köpte Deutsche Banks globala värdepappersförvarsverksamhet för 1,25 miljarder dollar. Hittills verkar integreringen ha förlöpt väl.

Trots företagsköpet uppstår bara 33% av intäkterna utanför USA. För fem år sedan var andelen visserligen bara 23% och tillväxten fortsätter.





**STATE STREET.**  
For Everything You Invest In™

#### Verksamhet:

State Street är världens ledande leverantör av outsourcing-tjänster för institutionella placerare. Bolaget förvarar värdepapper för nästan 10 triljoner dollar och förvaltar (främst i indexprodukter) över 1000 miljarder dollar. Varje dag beräknar State Street värdet för nästan hälften av alla placeringsfonder i USA.

Allt detta kräver avancerade IT-system.

#### Bolaget som placering:

State Street verkar i en bransch där storlek är styrka. Skalfördelarna gör det i praktiken omöjligt för nya konkurrenter att komma in i branschen. State Street har därför bara 5-6 globala konkurrenter.

En fungerande outsourcing-relations byteskostnad är nästan alltid högre än den potentiella besparingen. Kundlojaliteten är därför hög.

State Streets största utmaning är att globaliseras, den största delen av verksamheten är fortfarande i USA. Bolaget köpte förra året Deutsche Banks förvarsverksamhet och integrationen verkar ha lyckats. Utsikterna för de närmaste åren är goda, tack vare DB:s synergier och återhämtningen på aktiemarknaden.

#### Vår kapitalförvaltare:



David A. Spina

född 1942  
anställd sedan 1969  
VD sedan 2000

[www.statestreet.com](http://www.statestreet.com)

#### Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier: 7.000  
Andel av bolaget: 0,002%  
Vikt i fonden: 2,3%

USD miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Intäkter	1212	1423	1575	1882	2342	2765	3119	3615	3914	3962	4453	10%	14%
Resultat före skatt	313	365	401	484	608	697	783	971	1085	1121	1237		
Marginal	25.8%	25.7%	25.5%	25.7%	26.0%	25.2%	25.1%	26.9%	27.7%	28.3%	27.8%	27%	27%

#### Balans /verksamhet

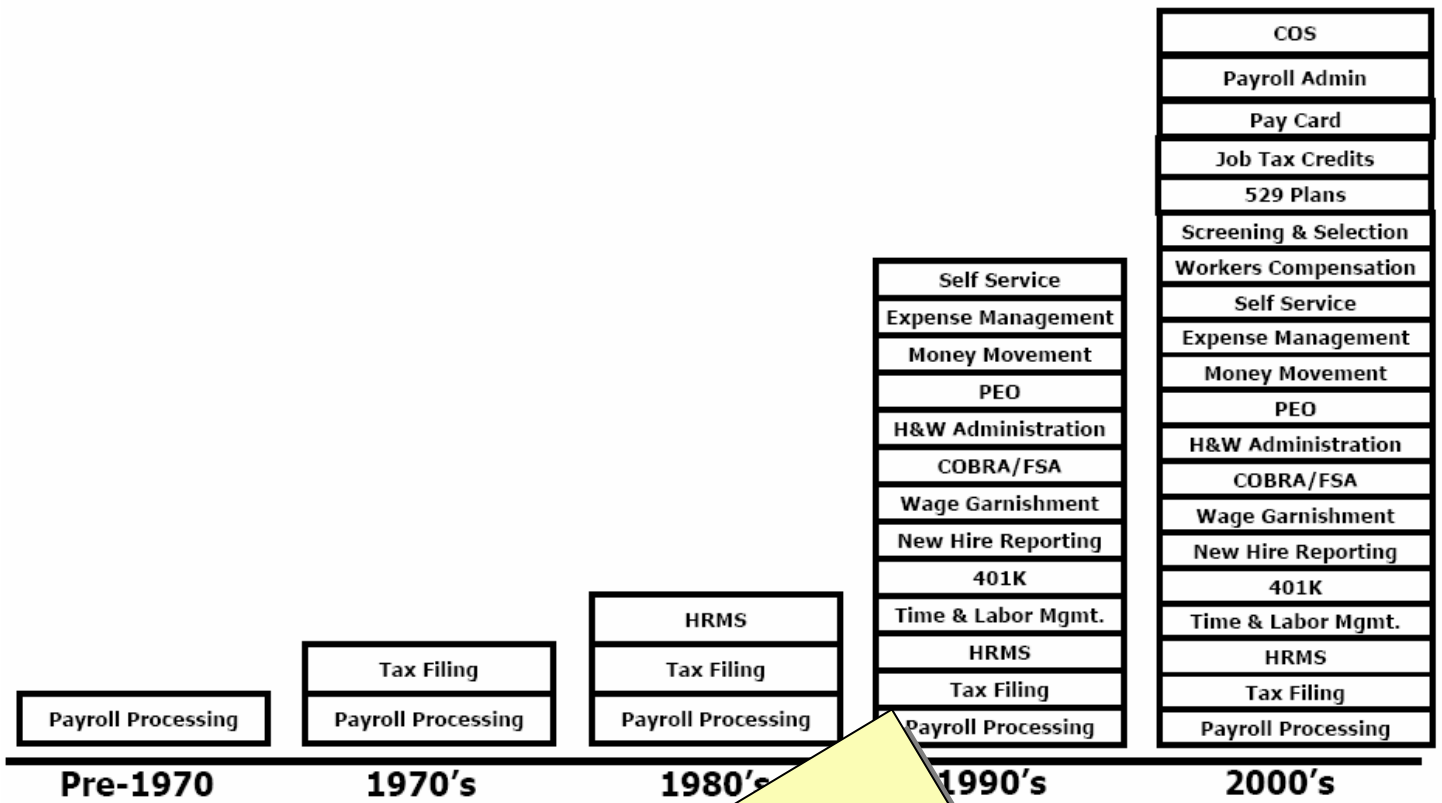
Förvar (mdr)	1684	1728	2278	2942	3903	4812	5952	6118	6203	6171	9370		
Förvaltning (mdr)	142	161	227	292	390	485	667	711	775	763	1106		
Eget kapital	1125	1284	1483	1618	1847	2311	2652	3262	3845	4787	5747	20%	18%
Avk EK före skatt	28%	28%	27%	30%	33%	30%	30%	30%	28%	23%	22%	26%	27%

#### Kassaflöde

Företagsköp /fsg			0	0	0	0	1659	0	-176	570	-825	1228	
Dividender			-56	-61	-69	-84	-93	-106	-127	-149	-179	-654	
Emission /återköp			-12	-119	-94	-69	-125	5	-188	23	373	88	

#### Värdering

Antal aktier	332.6	333.8	335.4	328.8	327.6	327.9	327.5	328.1	330.5	327.5	335.3		
Aktekurs	9.38	7.16	11.25	16.16	29.10	35.06	36.53	62.11	52.25	39.00	52.08	8%	19%
Marknadsvärde	3118	2388	3773	5311	9531	11495	11964	20378	17268	12772	17464		
EPS	0.57	0.66	0.74	0.89	1.16	1.33	1.49	1.81	2.08	2.20	2.34	12%	15%
Dividend	0.13	0.15	0.17	0.19	0.22	0.26	0.30	0.35	0.41	0.48	0.54		
P/E	16.5	10.9	15.3	18.1	25.1	26.4	24.5	34.2	25.1	17.8	22.3		
P/E före skatt	10.0	6.5	9.4	11.0	15.7	16.5	15.3	21.0	15.9	11.4	14.1		
Direktavkastning	1%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		



"We've been tightening our belts long enough. Our markets are too good and our associates are too valuable to hold off on further investment. So, while the timing of the recovery remains unclear, now is the time to take aggressive steps to position us for the future."  
 Arthur F. Weinbach (2003)

Liksom de flesta andra Phoebus-bolag utvecklar ADP sin verksamhet långsiktigt. Bolaget tänker i decennier, inte kvartal.



## Verksamhet:

Automatic Data Processing är världens ledande leverantör av outsourcing-tjänster för personalhantering. Bolaget beräknar och betalar löner åt 30 miljoner människor. Dessutom är det en betydande aktör inom processering av värdepappers- och bilaffärer samt försäkringsersättningar.

Allt detta kräver avancerade IT-system. ADP är faktiskt ett ganska liknande bolag som State Street, bara i en lite annan bransch.

## Bolaget som placering:

ADP är 3-4 gånger större än sin närmaste konkurrent, vilket syns i lönsamheten. Genom bolaget flyter (med dröjsmål) kontinuerligt cirka 12 miljarder dollar i kundmedel.

Verksamheten har under de senaste åren lidit av sjunkande sysselsättning och lägre räntor. En förändring till det bättre kan ske ganska snabbt då den amerikanska ekonomin återhämtar sig.

ADP:s största utmaning är att internationalisera sin verksamhet, av vilken endast en fjärdedel idag är utanför USA.

## Vår kapitalförvaltare:



Arthur F. Weinbach

född 1943  
anställd sedan 1980  
VD sedan 1996

[www.adp.com](http://www.adp.com)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier: 7.500  
Andel av bolaget: 0,001%  
Vikt i fonden: 2,2%

USD miljoner	30-Jun											5år	10år
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003		
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	2223	2469	2894	3567	4110	4843	5456	6168	6854	7004	7147	8%	12%
EBITA	406	467	559	665	782	870	1058	1261	1507	1673	1518		
Rörelsemarginal	18.3%	18.9%	19.3%	18.6%	19.0%	18.0%	19.4%	20.4%	22.0%	23.9%	21.2%	22%	21%
<b>Balansräkning</b>													
NWC	-58	-82	-1	-109	-363	-461	-356	-230	-221	-312	-719		
Fasta tillgångar	1015	1086	1206	1735	1931	2419	2341	2492	2435	2767	3831		
Nettoskuld	-537	-687	-892	-690	-1093	-1481	-2023	-2321	-2487	-2659	-2260		
Eget kapital	1494	1691	2097	2315	2661	3439	4008	4583	4701	5114	5371		
Sysselsatt kapital	957	1004	1204	1626	1568	1958	1985	2262	2214	2455	3112	10%	13%
Avk. syss. kap.	42%	47%	46%	41%	50%	44%	53%	56%	68%	68%	49%	58%	53%
<b>Kassaflöde</b>													
Fritt kassaflöde		371	330	490	822	656	625	762	1002	1216	1421	5026	7695
Företagsköp		-81	-107	-473	-115	-279	169	-161	-73	-213	-647	-925	-1981
Dividender		-76	-89	-112	-130	-153	-181	-213	-248	-277	-285	-1204	-1764
Emission /återköp		-51	86	-120	-56	40	15	-28	-717	-647	-846	-2223	-2324
Öriga poster		-13	-15	12	-117	124	-85	-63	202	93	-43	104	95
Diff nettoskuld		150	205	-202	403	388	542	297	166	172	-399	778	1722
<b>Värdering</b>													
Antal aktier	598.0	595.1	608.6	615.9	620.1	628.2	636.9	646.1	646.0	630.6	605.9		
Aktiekurs	11.00	12.30	14.71	18.26	22.44	35.11	42.71	52.37	48.91	43.12	33.86	-1%	12%
Marknadsvärde	6578	7320	8952	11246	13915	22056	27202	33836	31595	27191	20516		
EPS	0.49	0.56	0.65	0.74	0.86	1.03	1.16	1.36	1.59	1.75	1.68	10%	13%
Dividend	0.12	0.14	0.16	0.19	0.22	0.26	0.30	0.34	0.40	0.45	0.48		
P/E	22.4	21.9	22.7	24.7	26.0	34.0	36.8	38.4	30.8	24.7	20.2		
EV/EBITA	14.9	14.2	14.4	15.9	16.4	23.6	23.8	25.0	19.3	14.7	12.0		
Direktavkastning	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		



Photo: Foto Malmen, Linköping  
Copyright: Securitas AB

"Som alltid är vår strategi tvådelad  
- att ta den tid som krävs för att  
uppvisa stark organisk utveckling och,  
när detta skett, få mer effekt ur  
Securitas-modellen genom att förvärva  
nya verksamheter när rätt tillfälle  
uppstår."

Thomas Berglund (2003)

Securitas växte genom förvärv redan för 70 år sedan. Det år 1934 grundade Hälsingborgs Nattvakt hade snabbt blivit företagsgruppen Förenade Svenska Vakt AB. Under de senaste 10 åren har Securitas använt över 20 miljarder kronor till företagsköp.

Verksamheten har inte förändrats mycket genom årens lopp. Fortskaffningsmedlen har dock utvecklats lite.



## Verksamhet:

Securitas är världens ledande bevakningsföretag, vars andel av världsmarknaden är ungefär 8%. Dess ställning inom sin kärnverksamhet (exklusive system och världen utanför USA och Europa) är ännu starkare, med en 17% marknadsandel.

Bolaget har vuxit kraftigt genom företagsförvärv.

## Bolaget som placering:

Bolag som främst växer genom förvärv är alltid riskabla, speciellt då de växer så snabbt som Securitas. Förutom direkta bokföringsbrott (som nästan enbart förekommer i sådana här bolag) härrör sig problemen till svårigheten att bygga ledningssystem och bibehålla företagskulturen då man växer såhär kraftigt.

Jag tycker Securitas är ett positivt undantag. Bolaget verkar ha en mycket duktig ledning som begriper problemen och löser dem innan den går vidare till nästa affär. Aktiemarknaden är för tillfället av en något annan åsikt än jag.

## Vår kapitalförvaltare:



Thomas Berglund

född 1952  
anställd sedan 1985  
VD sedan 1993

[www.securitasgroup.com](http://www.securitasgroup.com)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier: 22.000  
Andel av bolaget: 0,006%  
Vikt i fonden: 2,2%

SEK miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	6011	6844	7309	9074	10763	13710	25646	40807	60364	65685	58850	34%	26%
EBITA	369	483	549	688	778	1003	1631	2560	3855	4458	3732		
Rörelsemarginal	6.1%	7.1%	7.5%	7.6%	7.2%	7.3%	6.4%	6.3%	6.4%	6.8%	6.3%	6%	7%

**Balansräkning**

NWC				-742	-558	-526	-915	-453	-3126	-3376	-2403		
Fasta tillgångar				3513	4456	8296	12036	22931	27645	24926	22687		
Nettoskuld				739	1533	2419	2053	12419	12583	9887	9083		
Eget kapital				2033	2365	5351	9069	10059	11936	11663	11201		
Sysselsatt kapital				2771	3898	7770	11121	22478	24519	21550	20284	21%	
Avk. syss. kap.				25%	20%	13%	15%	11%	16%	21%	18%	16%	

**Kassaflöde**

Fritt kassaflöde					271	517	1301	812	4529	2648	1252	10541	
Företagsköp					-1132	-3713	-3701	-10944	-3002	-1710	-1308	-20664	
Dividender					-175	-201	-277	-356	-428	-542	-730	-2333	
Emission /återköp					46	2562	3437	0	379	157	0	3972	
Öriga poster					195	-51	-394	123	-1642	2143	1590	1820	
Diff nettoskuld					-794	-886	366	-10366	-164	2696	804	-6663	

**Värdering**

Antal aktier	283.6	297.0	297.0	297.0	297.0	313.6	355.8	365.1	365.1	376.7	382.4		
Aktiekurs	19.75	16.75	26.25	49.65	60.00	126.00	154.00	175.00	199.00	104.00	97.00	-5%	17%
Marknadsvärde	5601	4974	7796	14745	17819	39516	54792	63897	72660	39176	37094		
EPS	1.04	1.03	1.39	1.62	1.89	2.17	3.38	4.20	6.14	7.04	6.22	23%	20%
Dividend	0.38	0.42	0.50	0.60	0.69	0.85	1.00	1.20	1.50	2.00	2.00		
P/E	19.0	16.2	18.9	30.6	31.7	58.2	45.6	41.7	32.4	14.8	15.6		
EV/EBITA				22.5	24.9	41.8	34.9	29.8	22.1	11.0	12.4		
Direktavkastning	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%		



Tomras nya Recycling Center -koncept  
Bild: Tomra

"We believe this will be  
the beginning of a new chapter  
in the development of our business.  
A chapter that will place us on  
two strong business legs,  
one in the deposit world and  
one in the nondeposit world."

Erik Thorsen (2003)

*Hittills har Tomra agerat endast på de marknader som har fungerande pantsystem för burkar och flaskor. Ungefär 85% av konsumtionen av drycker sker dock på marknader som inte har några pantar.*

*Istället för att vänta på att dessa länder inför pantar har Tomra utvecklat ett nytt Recycling Center -koncept som, ifall det lyckas, kan öka marknadspotentialen avsevärt.*



## Verksamhet:

Tomra är överlägset världens ledande producent av återvinningssystem för dryckesförpackningar. Dess 50.000 installerade insamlingsmaskiner representerar över 80% av världens installationer. Trots detta samlar Tomras maskiner årligen in "bara" cirka 26 miljarder flaskor och burkar – konsumtionen är 800 miljarder.

Tomra har hittills fokuserat på länder som har pantsystem. Bolaget håller nu på att utveckla sin verksamhet också i övriga länder.

## Bolaget som placering:

Flask- och burkpanter är alltid politiska beslut och därför svåra att prognosticera. Detta har syntts speciellt tydligt i Tyskland, där det nya systemet har fördröjts vilket har inverkat negativt på Tomra.

På lång sikt är trenden däremot klar, stark och säker: färre förpackningar slängs i rännstenen. Den bästa tidpunkten att köpa en sådan här aktie är då den politiska risken har materialiserats och placerarna är osäkra. Alltså just nu.

## Vår kapitalförvaltare:



Erik Thorsen

född 1956  
anställd sedan 1986  
VD sedan 1996

[www.tomra.com](http://www.tomra.com)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier: 75.000  
Andel av bolaget: 0,042%  
Vikt i fonden: 2,0%

NOK miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	303	386	501	784	1201	1456	2169	2718	2924	2674	2463	11%	23%
EBITA	22	47	84	152	206	335	404	497	397	368	242		
Rörelsemarginal	7.4%	12.2%	16.8%	19.4%	17.2%	23.0%	18.6%	18.3%	13.6%	13.8%	9.8%	15%	16%

**Balansräkning**

NWC	67	76	110	94	149	326	356	594	325	284	364		
Fasta tillgångar	100	189	313	513	836	1055	1229	1443	1825	1341	1323		
Nettoskuld	28	56	27	103	-56	97	-20	-673	-641	-964	-1025		
Eget kapital	139	209	395	504	1041	1284	1604	2709	2791	2588	2713		
Sysselsatt kapital	167	265	423	607	985	1381	1585	2036	2150	1624	1687	4%	26%
Avk. syss. kap.	13%	18%	20%	25%	21%	24%	26%	24%	18%	23%	14%	21%	21%

**Kassaflöde**

Fritt kassaflöde		-14	-47	23	25	29	228	-87	505	348	149	1142	1158
Företagsköp		-43	-26	-79	-185	-177	-41	-43	-368	-12	0	-465	-975
Dividender		-7	-9	-9	-11	-16	-21	-33	-36	-36	-45	-170	-223
Emission /återköp		46	139	9	378	59	53	1086	122	14	0	1274	1905
Öriga poster		-9	-28	-19	-48	-48	-102	-269	-254	9	-43	-659	-812
Diff nettoskuld		-27	28	-76	159	-154	117	653	-32	323	61	1123	1054

**Värdering**

Antal aktier	118.3	132.3	149.1	150.2	155.5	163.5	166.0	170.0	177.7	178.4	178.5		
Aktiekurs	3.88	3.83	12.63	24.88	41.25	62.50	68.00	171.00	86.00	45.10	40.10	-8%	26%
Marknadsvärde	458	506	1883	3737	6412	10222	11287	29065	15283	8047	7157		
EPS	0.16	0.25	0.42	0.68	0.84	1.33	1.81	2.08	1.85	1.65	1.01	-5%	20%
Dividend	0.04	0.05	0.06	0.08	0.10	0.13	0.20	0.20	0.20	0.25	0.30		
P/E	23.9	15.3	30.1	36.6	48.8	47.0	37.5	82.1	46.6	27.3	39.8		
EV/EBITA	21.7	11.9	22.7	25.2	30.8	30.8	27.9	57.2	36.9	19.3	25.4		
Direktavkastning	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%		



Horns Reef wind farm (160 MW)  
Copyright: Vestas A/S

"At the end of 2002, wind power represented approximately 0.5 per cent of the total global production of electricity. Vestas considers it realistic to expect that the share of global electricity production covered by wind power will increase to approximately 5 per cent over the next 10 years."  
**Vestas Annual Report (2003)**

*Det är inte många bolag som vågar förutspå att deras marknad kommer att 10-faldigas över de närmaste 10 åren. Vestas är inte nödvändigtvis över-optimistisk, marknaden har faktiskt 17-faldigats de senaste 10 åren.*

*Vindkraft kritiserar ibland för att det inte är kul att bo under de susande vingarna. En lösning till detta problem är offshore-installationer, där Vestas är en föregångare.*





## Verksamhet:

Vestas är världens ledande producent av vindturbiner. Förra året var dess globala marknadsandel 22% - Vestas sålde 1812 MW ny kapacitet. Branschen växer mycket snabbt, under de senaste 10 åren har den globala efterfrågan 17-faldigats.

I slutet av 2003 bestämde sig Vestas för att köpa sin danska konkurrent NEG Micon. Affären förverkligades i april 2004.

## Vår kapitalförvaltare:



Svend Sigaard

född 1957  
anställd sedan 1987  
VD sedan 2002

## Bolaget som placering:

Vindkraftens konkurrensförmåga är än så länge beroende av subventioner, som är politiska beslut och därför omöjliga att prognosticera. Under de senaste åren har branschens tillväxt avstannat på grund av osäkerhet om framtida subventioner.

På lång sikt är trenden däremot klar: det kommer att användas mer vindkraft. Den bästa tidpunkten att köpa en sådan här aktie är då den politiska risken har materialiserats och placeringarna är osäkra

NEG-affären är ett problem. Den kommer på kort sikt säkert att belasta resultatet och göra analytikerna besvikna.

[www.vestas.com](http://www.vestas.com)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier: 20.000  
Andel av bolaget: 0,019%  
Vikt i fonden: 2,0%

EUR miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	91	124	203	253	263	381	633	868	1281	1395	1653	34%	34%
EBITA	5	8	11	15	19	32	65	94	134	75	76		
Rörelsemarginal	5.6%	6.3%	5.2%	6.1%	7.2%	8.4%	10.3%	10.9%	10.4%	5.4%	4.6%	8%	7%

**Balansräkning**

NWC	5	24	44	45	38	9	69	143	283	518	456		
Fasta tillgångar	24	29	42	47	50	72	103	152	237	322	385		
Nettoskuld	5	23	52	53	51	-14	25	80	-47	244	228		
Eget kapital	24	31	34	39	37	94	148	215	567	596	613		
Sysselsatt kapital	29	53	86	92	88	80	172	295	520	840	841	60%	40%
Avk. syss. kap.	18%	15%	14%	19%	23%	47%	48%	40%	29%	9%	9%	19%	20%

**Kassaflöde**

Fritt kassaflöde		-21	-30	3	16	33	-44	-52	-141	-269	66	-439	-438
Företagsköp		0	0	0	0	0	-7	-1	284	0	-34	241	241
Dividender		0	0	0	0	0	-8	-8	-14	-21	-11	-63	-63
Emission /återköp		0	0	0	0	32	4	4	0	2	0	10	42
Öriga poster		3	1	-3	-15	-1	17	3	-3	-2	-5	9	-6
Diff nettoskuld		-18	-29	-1	1	65	-39	-55	126	-291	17	-241	-223

**Värdering**

Antal aktier	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0	103.9	104.6	104.8	105.0	105.0	105.0		
Aktiekurs					3.77	4.60	17.67	59.09	30.85	9.44	13.07	23%	
Marknadsvärde					384	478	1848	6192	3239	991	1372		
EPS	0.03	0.04	0.04	0.08	0.12	0.24	0.49	0.72	0.88	0.44	0.34	7%	28%
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.08	0.13	0.20	0.10	0.00		
P/E					32.6	18.9	35.8	82.6	35.2	21.4	38.2		
EV/EBITA					21.1	12.2	22.6	52.7	20.9	16.5	21.1		
Direktavkastning					0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%		

WAL★MART

# Precios bajos

*i Siempre!*

"Our commitment to our shareholders is to protect and grow the value of the assets they have entrusted us, regardless of the share each one holds in the company's equity."

Cesareo Fernandez (2003)

*Walmex är nuförtiden affärsmässigt helt integrerat med Wal-Mart. Everyday Low Prices.*

*Trots detta är bolaget mycket medvetet om att det också har minoritetsägare. Jag upplever inte Wal-Marts majoritetsägande som något problem.*



## Verksamhet:

Walmart de Mexico (Walmex) är Mexicos största dagligvaruhandelskedja, med cirka 2,2 miljoner kvadratmeter försäljningsareal i 372 butiker runtom landet.

Bolaget hette tidigare Cifra, tills Wal-Mart köpte majoriteten år 1997. Idag är bolaget i praktiken helt integrerat med Wal-Mart.

## Vår kapitalförvaltare:

Cesareo Fernandez

född 1944  
anställd sedan 1966  
koncernchef sedan 1999

## Bolaget som placering:

Liksom i USA har Wal-Marts verksamhetskoncept visat sig fungera mycket väl i Mexico. Tillväxten är i praktiken så snabb som bolaget har råd med utan att skuldsätta sig – kassan på en miljard US-dollar minskar signifikant risken i vår investering.

Man bör dock minnas att Mexico fortfarande är ett utvecklingsland. En ny ekonomisk kris å la 1994 kan potentiellt förorsaka stor skada, både åt bolaget och framförallt åt vår placerings värde.

[www.walmartmexico.com.mx](http://www.walmartmexico.com.mx)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier: 71.463  
Andel av bolaget: 0,002%  
Vikt i fonden: 1,4%

## MXN miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	14230	18234	25983	30814	39245	51475	60776	73947	88541	105806	120553	19%	24%
EBITA	792	1080	702	1138	1510	1920	3056	3915	5115	6315	7378		
Rörelsemarginal	5.6%	5.9%	2.7%	3.7%	3.8%	3.7%	5.0%	5.3%	5.8%	6.0%	6.1%	6%	5%

**Balansräkning**

NWC	-741	-329	-206	84	-1788	-3018	-3401	-9699	-8712	-8739	-10724		
Fasta tillgångar	6080	9372	12719	14961	18021	21930	24963	28449	32161	36872	40849		
Nettoskuld	-1940	-1709	-3093	-4584	-6495	-7543	-9302	-11997	-9399	-9768	-11764		
Eget kapital	7279	10752	15606	19629	22728	26456	30864	30746	32848	37901	41889		
Syss.satt kapital	5339	9043	12513	15045	16233	18912	21562	18749	23449	28133	30125	10%	19%
Avk. syss. kap.	15%	12%	6%	8%	9%	10%	14%	21%	22%	22%	24%	21%	17%

**Kassaflöde**

Fritt kassaflöde					2973	3389	4409	752	2080	4935	15565		
Företagsköp					0	0	0	0	0	0	0		
Dividender					0	0	0	-2070	-250	-1677	-3997		
Emission /återköp					-2021	-1689	-1268	-627	-683	-823	-5090		
Öriga poster					96	59	-447	-652	-778	-439	-2257		
Diff nettoskuld					1048	1759	2694	-2597	369	1996	4221		

**Värdering**

Antal aktier	4809	4809	4809	4809	4809	4656	4536	4474	4444	4462	4433		
Aktiekurs	8.30	8.46	6.95	8.55	18.08	12.18	18.04	17.70	21.51	20.17	30.24	20%	14%
Marknadsvärde	39915	40684	33423	41117	86947	56710	81829	79190	95587	89997	134051		
EPS	0.17	0.18	0.31	0.36	0.44	0.55	0.78	0.80	0.94	1.11	1.23	18%	22%
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.45	0.31	0.37	0.44		
P/E	50.0	46.4	22.3	23.9	40.9	22.2	23.3	22.2	22.8	18.2	24.6		
EV/EBITA	47.9	36.1	43.2	32.1	53.3	25.6	23.7	17.2	16.8	12.7	16.6		
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	1%	2%	1%		

“As we envision the environment in which pharmaceutical companies will be operating in the years ahead, we believe—and we’re hardly alone in this belief—that those companies that develop competitively priced, novel medicines that demonstrably improve the health and well-being of patients will prosper.”

– Raymond V. Gilmartin



“We try never to forget that medicine is for the people. It is not for the profits. The profits follow, and if we have remembered that, they have never failed to appear.”

George W. Merck (1950)

*Merck & Co har enligt min åsikt alltid hört till de mest etiska läkemedelsbolagen. Bolaget avslutar hellre själv sina utvecklingsprojekt i ett tidigt skede än blir senare tvunget att dra bort produkter från marknaden, och har inte heller annars tagit några opportunistiska genvägar.*



## Verksamhet:

Merck & Co är världens tredje största läkemedelsbolag, trots att dess globala marknadsandel bara är lite under 5%. De fem största produkterna står för två tredjedelar av Mercks försäljning.

Merck koncentrerar sig helt på läkemedel efter att ha delat ut sin distributionsverksamhet Medco åt sina ägare på hösten 2003.

Den största produkten – kolesterolmedicinen Zocor, som står för 22% av Mercks försäljning – mister sitt patentskydd i juni 2006.

## Bolaget som placering:

Jag uppskattar starkt Mercks självständiga tänkande – analytikerna har redan i årtal krävt företagsköp men Merck har hållit fast vid sin strategi att växa organiskt.

Slutet av Zocors patentskydd är en verkligt stor risk, som dock till största delen redan syns i aktiekursen enligt min åsikt. Bolagets största problem är sannolikt dess enorma byråkrati.

Läkemedelstillverkning är såtillvida en svår bransch att hög lönsamhet inte alltid betyder att ledningen är duktig. Hittills har nämligen branschen gett utrymme åt nästan alla bolag att vara överlönsamma.

## Vår kapitalförvaltare:



Raymond V. Gilmartin

född 1940  
anställd sedan 1994  
VD sedan 1994

[www.merck.com](http://www.merck.com)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier: 3.000  
Andel av bolaget: 0,000%  
Vikt i fonden: 1,0%

USD miljoner (Medco Health 1993-2002 eliminerat)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	10202	10866	10954	12661	13972	15095	17294	20010	21199	21446	22486	8%	8%
EBITA	3914	4599	4771	5181	5542	6307	7863	8765	9417	9209	8598		
Rörelsemarginal	38.4%	42.3%	43.5%	40.9%	39.7%	41.8%	45.5%	43.8%	44.4%	42.9%	38.2%	43%	42%

**Balansräkning**

NWC	-4159	-4479	-3762	-4163	-6442	-6946							
Fasta tillgångar	11484	13150	14975	17378	19258	21119							
Nettoskuld	-3118	-1961	-2282	-1405	-3678	-5318							
Eget kapital	10443	10632	13495	14619	16493	19492							
Sysselsatt kapital	7325	8671	11213	13215	12816	14173						14%	
Avk. syss. kap.	98%	99%	85%	76%	77%	64%						79%	

**Kassaflöde**

Fritt kassaflöde							4366	3954	6002	8013	6325	28661	
Företagsköp							0	1500	-634	0	-92	774	
Dividender							-2590	-2798	-3145	-3192	-3250	-14975	
Emission /återköp							-3259	-2905	-3590	-1773	-1646	-13173	
Öriga poster							325	570	489	-776	304	913	
Diff nettoskuld							-1157	321	-878	2273	1641	2200	

**Värdering**

Antal aktier	2332	2558	2527	2490	2470	2441	2405	2353	2322	2277	2253		
Aktiekurs	14.25	16.37	28.90	35.82	48.60	68.67	63.53	88.94	55.86	53.78	46.20	-8%	12%
Marknadsvärde	33.2	41.9	73.0	89.2	120.0	167.6	152.8	209.3	129.7	122.5	104.1		
EPS	1.17	1.25	1.39	1.56	1.76	1.99	2.46	2.80	3.04	2.98	2.93	8%	10%
Dividend	0.52	0.57	0.62	0.71	0.85	0.95	1.10	1.21	1.37	1.41	1.45		
P/E	12.2	13.1	20.8	23.0	27.6	34.6	25.8	31.7	18.4	18.0	15.8		
EV/EBITA							22.9	17.5	21.7	12.7	12.1	10.9	
Direktavkastning	4%	3%	2%	2%	2%	1%	2%	1%	2%	3%	3%		



"To be a leader,  
a company must be willing  
to do things  
**DIFFERENTLY.**"

Mondavi Annual Report (2002)

*Jag uppskattar speciellt att Mondavi är branschens mest innovativa bolag. Då jag var i Bordeaux glädde det mig att till och med de traditionella fransmännen har övergått från fermentering i ektunnor till den industriellt kontrollerade process i rostfritt stål som Mondavi införde.*

*Innovativiteten är en följd av den långsiktighet som familjeägandet möjliggör. Mondavi tänker inte i termer av nästa kvartal utan planerar för nästa kvartssekel.*



## Verksamhet:

Mondavi hör till världens ledande vinproducenter. Trots detta representerar dess 9,7 miljoner lådors årsproduktion bara 0,4% av världens vinproduktion – branschen är oerhört fragmenterad jämfört med övriga konsumtionsvaror.

Bolagets ställning är något bättre än siffrorna visar, eftersom det koncentrerar sig på premium-viner. Men Mondavi är långt ifrån övriga Phoebus-bolag i fråga om marknadsposition.

## Bolaget som placering:

Den stenhårda konkurrensen syns i lönsamheten, som aldrig har varit lysande och som dessutom under de senaste åren ytterligare har deteriorerat på grund av ett globalt överutbud av vindruvor. Speciellt orolig är jag för det kroniskt negativa kassaflödet.

Jag köpte Mondavi för att jag tyckte aktien var mycket billig – inte för att bolagets kvalitet skulle vara exceptionell. Kursen har delvis korrigerats och Mondavis position i vår portfölj kan ifrågasättas.

## Vår kapitalförvaltare:



Gregory Evans

född 1948  
anställd sedan 1983  
VD sedan 2001

[www.robertmondavi.com](http://www.robertmondavi.com)

## Phoebus ägande (30.4.2004)

Antal aktier:	3.000
Andel av bolaget:	0,018%
Vikt i fonden:	0,7%

USD miljoner

30-Jun

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
<b>Resultaträkning</b>													
Omsättning	168	167	199	241	301	317	356	407	481	441	453	7%	10%
EBITA	23	23	38	49	73	62	70	82	100	85	69		
Rörelsemarginal	13.7%	13.6%	19.1%	20.2%	24.3%	19.5%	19.7%	20.1%	20.7%	19.3%	15.3%	19%	19%

**Balansräkning**

NWC	89	98	108	141	184	263	278	304	379	404	404		
Fasta tillgångar	103	115	135	175	211	239	275	351	383	467	459		
Nettoskuld	95	107	118	128	173	231	249	308	360	441	411		
Eget kapital	97	106	125	188	221	272	304	348	402	431	451		
Sysselsatt kapital	192	213	243	316	395	502	554	656	763	872	862	11%	16%
Avk. syss. kap.	12%	11%	16%	15%	19%	12%	13%	13%	13%	10%	8%	11%	12%

**Kassaflöde**

Fritt kassaflöde		-11	-12	-45	-36	-85	-17	-57	-58	-1	26	-107	-295
Företagsköp		0	0	0	0	7	0	0	-3	12	25	34	41
Dividender		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Emission /återköp		0	0	38	3	2	1	2	7	2	2	15	58
Öriga poster		-1	0	-3	-13	18	-3	-3	1	10	-23	-19	-17
Diff nettoskuld		-12	-11	-10	-46	-57	-19	-58	-53	23	30	-77	-212

**Värdering**

Antal aktier	10.4	12.7	12.8	15.2	15.7	15.8	15.9	16.0	16.3	16.4	16.4		
Aktiekurs	11.25	7.88	17.50	31.50	47.25	28.38	36.38	30.69	40.54	34.23	25.02	-2%	8%
Marknadsvärde	117	100	224	479	740	450	577	491	662	561	409		
EPS	0.83	0.75	1.39	1.65	2.43	1.90	2.17	2.54	2.95	2.37	1.80	-1%	8%
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
P/E	13.5	10.5	12.6	19.1	19.4	14.9	16.7	12.1	13.7	14.5	13.9		
EV/EBITA	9.2	9.1	9.0	12.4	12.5	11.0	11.8	9.7	10.2	11.7	11.9		
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		

# Specialplaceringsfonden Phoebus

## ANDELSÄGARENS MANUAL

Anders Oldenburg

31.1.2002

### TILL ATT BÖRJA MED

Jag önskar alla andelsägare, eller prospektiva sådana, välkomna. Jag har skrivit den här manualen för er - så att ni skall förstå hur Phoebus försöker uppnå sina mål, och skall kunna utvärdera hur fonden lyckas.

Många av er noterar säkert att den här manualen är skriven i "jag"- istället för den mer allmänna "vi"-formen. Orsaken är mycket enkel: Jag ansvarar för Phoebus placeringsverksamhet, Phoebus strävar efter att följa en möjligast öppen informationspolitik, och jag vill inte flytta över mitt ansvar på någon fiktiv "vi"-grupp (fast det ibland skulle vara lättare). Hur vi än lyckas får ni nöja er med mig.

Att sköta andra människors pengar är ett av de mest ansvarsfulla uppdrag jag kan tänka mig. Det är också ett av de mest krävande yrken som finns, därför att resultaten (speciellt för aktieplaceringar) pålitligt kan mätas först efter ett antal år, men många följer ändå med kursutvecklingen varje dag. Att följa varje liten svängning leder åtminstone inte till något gott resultat - det medför endast onödiga handelskostnader och trasiga nerver.

Därför är det allra viktigaste då man väljer någon att förvalta ens pengar att kunden och förvaltaren är på samma våglängd. Endast en sådan verksamhetsmodell som kunden själv litat på kan skapa förtroende mellan kunden och förvaltaren. Och endast djupt förtroende kan ge förvaltaren den arbetsro som en lång placeringshorisont kräver. Detsamma gäller fondplaceringar - därför denna manual.

### PHOEBUS VERKSAMHETSPRINCIPER

# 1.

**Jag placerar långsiktigt. "Om du inte tänker äga en aktie i 10 år skall du inte ens tro att du borde äga den i 10 minuter."**\*

Då jag köper en aktie tänker jag alltid att jag köper en liten del av ett bolag. Ingen företagare vid sina sinnens fulla bruk skulle komma att tänka på att handla kontinuerligt med de bolag han äger. Inte heller Phoebus. Jag har inga illusioner att jag skulle kunna prognosticera kortsiktiga svängningar - de beror oftare på psykologiska faktorer än på vad som händer i bolaget. Det är dumt att sälja ett bra bolag bara för att kursen har stigit lite. Jag säljer våra aktier endast om priset blivit oresonligt högt.

Den här "trading-aversionen" kan ibland begränsa Phoebus utveckling. Jag försöker inte ens "surffa" med aktiemarknadens modevågor, fast det kanske någon gång skulle kunna lyckas. Det är helt emot min karaktär att förlora pengar på en sådan aktie som jag inte på lång sikt tror på. Jag handlar inte heller aktivt med de aktier vi äger. Jag är helt övertygad om att det bästa för oss alla är att minimera handelskostnaderna.

\* Warren Buffett



## 2.

### **Jag utvärderar våra placeringar enligt bolagets utveckling - inte aktiens kursutveckling. På lång sikt följer de varandra.**

Jag söker välskötta bolag som är klara ledare på sina respektiva marknader. Jag bryr mig inte om ifall de är på mode eller inte. Oftast är det inte på mode - jag vill köpa dem till vettiga priser då andra placerare inte är intresserade av dem. På kort sikt betyder det här att Phoebus kan utvecklas helt annorlunda än marknaden, och sannolikt ofta gör det. Speciellt då marknaden stiger kraftigt är det möjligt, och till och med sannolikt, att fonden går sämre än marknaden. Men jag tycker inte att det är relevant. Det som är relevant är att de företag vars aktier vi har placerat i inte klarar sig sämre än ekonomin i allmänhet, t.ex. mätt med resultatutvecklingen. Ifall de gör det har jag misslyckats.

## 3.

### **Jag försöker nå en avkastning som är bättre än marknadens över en konjunkturcykel. Jag mäter placeringsverksamhetens resultat över 3-5 år.**

Jag utvärderar alltså våra placeringar med företagens resultatutveckling, vilket kräver minst 3 års perioder för att vara vettigt. Jag vill att ni andelsägare utvärderar Phoebus placeringsverksamhet med samma tålamod. På lång sikt försöker jag uppnå en avkastning som är högre än marknadens\* avkastning. Jag bryr mig inte om enskilda modenycker - de uppstår och försvinner normalt över ungefär 3 år. Jag blir inte heller orolig om våra placeringar inte hänger med på en kraftigt stigande marknad, så länge de inte heller sjunker lika mycket då marknaden är dålig. I medeltal faller aktiekurserna vart fjärde år. Då man utvärderar Phoebus är det viktigt att se till att perioden inkluderar både stigande och sjunkande marknader. Den amerikanska placeraren, professorn och författaren Ben Graham har sagt att aktimarknaden på kort sikt är en röstmaskin, men på lång sikt en våg (som väger bolagens värde). Phoebus försöker utvärdera den långsiktiga potentialen i varje placering. Vi deltar inte i den dagliga popularitetsröstningen. Fonden har ett avkastningsrelaterat förvaltningsarvode (från år 2004), som baserar sig på medelavkastningen över en treårsperiod. Det här är inget sammanträffande - jag tycker att man skall granska fonden (liksom alla aktiefonder) över minst en treårsperiod, så att man inte förväxlar tur och lyckad placeringsverksamhet.

## 4.

### **Jag undviker risk. Det är viktigare att bevara kapitalet än att få maximal avkastning. Jag gillar bolag som växer med begränsad risk.**

Spänning kan behövas i livet, men i placeringsverksamheten bör man eftersträva avkastning istället för spänning. Jag undviker medvetet risk, och uppskattar sådana företag som leds försiktigt. Ibland hör man talas om "för starka balansräkningar". Jag känner inte till sådana. Visst finns det dåliga bolag, som inte växer i takt med ekonomin, och ackumulerar pengar i brist på produktiva investeringar. Sådana passar inte i Phoebus (ofta gör de till slut något dumt företagsköp som förbrukar pengarna). Däremot är ett sådant bolag som växer snabbare än ekonomin men medvetet upprätthåller en stark balansräkning aldrig något problem för mig. Jag söker inte "hävstång" genom att köpa skuldsatta bolag - en hög skuldsättning kan på kort sikt förbättra avkastningen på det egna kapitalet men begränsar nästan alltid på lång sikt bolagets utveckling och tillväxt. Utan att ta risker kan man inte uppnå en högre avkastning än den riskfria räntan. Phoebus är en aktiefond, som placerar huvudsakligen i aktier. Om ni får fast mig med pengar i kassan (för en aktiefondförvaltare är det samma sak som med byxorna nere) beror det endast på att jag inte har hittat lämpliga placeringsobjekt. Våra aktier är ofta illikvida, och jag tänker inte köpa dem med våld om jag inte kan göra det till vettiga priser. Jag väntar hellre. Tålamod är en dygd.

\* Phoebus jämförelseindex är 75% HEX-portföljindex och 25% MSCI AC World Free -index (båda korrigerade för dividender).

## 5.

**Jag försöker kommunicera öppet. Jag vill att andelsägarna förstår varför jag köper de aktier vi äger, och tar gärna emot både frågor och kritik.**

Jag kräver exceptionellt öppen kommunikation, absolut ärlighet och självständigt tänkande av ledningen för våra placeringsobjekt, och kan inte gärna kräva mindre av mig själv. Ingen fråga är för betydelselös eller "för dum" att ställas till mig. Av praktiska skäl är det enklast att vi kommunicerar per e-mail. Ni kan skicka frågor eller kommentarer direkt till mig till adressen [anders.oldenburg@seligson.fi](mailto:anders.oldenburg@seligson.fi). Visst kan ni också ringa, men fördelen med e-mail är att jag alltid är anträffbar (med bara en liten fördröjning) - däremot kan det vara svårt att alltid hinna till telefonluren. E-mail fastnar också bäst i minnet. Jag kommer att försöka samla de bästa kommentarerna på våra websidor, så att alla intresserade kan läsa dem. Jag är speciellt tacksam för alla sådana förslag som hjälper oss att förbättra vår kundservice.

## 6.

**Vi sitter i samma båt. En betydande del av min egen förmögenhet är placerad i Phoebus. Om vi misslyckas lider jag mest själv.**

Jag upplever att det är ett enormt ansvar att sköta andra människors pengar, och jag vet att alla mina kollegor på Seligson & Co tänker lika. Jag försöker undvika dumma beslut som ansvarskänslan kan leda till - som att ta för små eller för stora risker - genom att själv placera i Phoebus. En stor del av min förmögenhet är i den här fonden (tvärt emot våra råd; se punkt 7), och jag sköter Phoebus som jag skulle sköta min egen portfölj. Jag vill att vi alltid har samma intresse. Jag betalar samma avgifter som övriga andelsägare. Däremot äger jag ju en del av Seligson & Co så jag har en indirekt nytta av Phoebus som inte ni har. Men med den här strukturen kommer vi ganska nära optimum, som är ett "partnership" istället för ett producent-kund -förhållande.

## 7.

**Phoebus är inte en helhetslösning. En vettig placerare använder fonden som en liten del av en i övrigt väl diversifierad (index)aktieportfölj.**

Kostnader har betydelse. Placeringsfonder klarar sig i medeltal inte lika bra som sina jämförelseindex, därför att de har höga kostnader och de *före kostnader* i medeltal klarar sig ungefär som den marknad på vilken de placerar. Det här är tydligt bevisat, både i Finland och på övriga marknader. En vettig placerare använder sig därför främst av indexfonder. Av det här skall man inte dra den (i och för sig logiska) slutsatsen att jag inte skulle vara en vettig placerare. Däremot följer det att Phoebus och/eller andra aktivt förvaltade fonder kan vara vettiga placeringar endast ifall de har en klart definierad placeringsfilosofi, som avviker signifikant från index och utnyttjar någon ineffektivitet som förekommer på marknaden. Phoebus försöker utnyttja marknadens brist på långsiktighet. Allt fler placerare agerar som lämlar i de aktier som är på mode. Detta är på sätt och vis logiskt, då fonderna konkurrerar om samma placerare, som ofta baserar sitt placeringsbeslut på (kortsiktig) historisk avkastning. Men det lämnar många mycket bra - men ofashionabla - bolag utan uppmärksamhet. Phoebus placerar just i dessa. Det är ofta(st) fråga om små bolag, som de stora fondernas förvaltare inte är intresserade av. Av detta skäl är Phoebus "stillrisk" (small-cap) betydande. Dessutom kommer Phoebus diversifiering normalt att vara dålig, för att 1) det finns ganska få riktigt bra men vettigt värderade bolag och 2) jag placerar endast i sådana bolag vars affärsverksamhet jag begriper, och min fattningsförmåga är beklagligt begränsad. Phoebus sprider alltså inte sina placeringar speciellt effektivt, och bör därför inte användas som en helhetslösning för investerarens alla aktieplaceringar, utan snarare som en liten del av en i övrigt väldiversifierad portfölj.

# 8.

## Phoebus passar inte för alla.

En intelligent läsare frågar sig (senast) i detta skede: Varför skulle jag inte placera endast i indexfonder? Det är en mycket bra fråga, som många har sökt ett bra (akademiskt) svar på under de senaste 25 åren - utan att lyckas. Själv placerar jag i Phoebus bara för att jag tycker att ren indexering är tråkig. Jag tror att Phoebus passar åt sådana placerare som liksom jag själv tycker att bolag är olika, och att välskötta bolag sannolikt är de bästa placeringarna på lång sikt. Men det finns åtminstone två grupper av placerare för vilka Phoebus inte passar: a) Helt rationella placerare, som endast vill ha maximal avkastning. Jag är ganska övertygad om att rent indexplacering är det bästa för den här gruppen. Dess avkastning (i förhållande till marknaden, dock inte i absoluta tal) är helt säker, och det är ingen idé att ta "förvaltarrisk" - inte ens gällande mig - om man inte bryr sig om de enskilda placeringarna eller placeringsfilosofin. b) Mycket kortsiktiga placerare, som dagligen eller veckovis utvärderar sina placeringar. Phoebus "trading-aversion" och lata inställning till marknads trender rimmar sannolikt inte med dessa placerares världsuppfattning. Även för den här gruppen är en indexfond det bästa alternativet som portföljens stabila kärna, kombinerad med egen aktiv aktiehandel (med en liten del av portföljen). Avsikten med den här manualen är att presentera Phoebus placeringsstil möjligast öppet. Jag kan inte ändra på min filosofi enligt rådande marknadsförhållanden, enligt vad andelsägarna vill eller på något annat sätt. Därför är det viktigt att förstå min stil före man placerar. Däremot kan jag inverka på vem som väljer att bli andelsägare i Phoebus, och den här manualen är mitt sätt att försöka göra just det.

### TILL SIST

Jag kan inte lova att Phoebus klarar av att överträffa marknads avkastning ens på lång sikt. En duktig vadslagare inser snabbt att oddsen är emot oss (den största orsaken är fondens förvaltningsavgift). Jag kan däremot lova - och lovar - att jag själv lider minst lika mycket som ni, ifall vi misslyckas. Jag lovar också att vi står inför en intressant resa, vars händelser jag försöker dela med er så öppet som jag kan.

Anders Oldenburg  
portföljförvaltare  
[anders.oldenburg@seligson.fi](mailto:anders.oldenburg@seligson.fi)

---

Encyclopedia  
**Mythica™**

The son of Zeus and Leto, and the twin brother of Artemis, Apollo was the god of music and also of prophecy, colonization, medicine, archery, poetry, dance, intellectual inquiry and the carer of herds and flocks.

He was also a god of light, known as "**Phoebus**".

Sacred to Apollo are the swan, the wolf and the dolphin. His attributes are the bow and arrows, on his head a laurel crown, and the cithara and plectrum. But his most famous attribute is the tripod, the symbol of his prophetic powers.

Apollo's first achievement was to rid Pytho (Delphi) of the serpent (or dragon) Python. After killing Python and taking possession of the oracle, the god of light (Phoebus) became known as "Pythian Apollo". Delphi became the most important oracle center of Apollo.



SELIGSON & CO FONDBOLAG ABP

Mannerheimvägen 4, FIN-00100 Helsingfors tel. (09) 6817 8200 fax (09) 6817 8222 e-post info@seligson.fi

[www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

---